

# Perspectives

Trimestriel – N°20/169 – 2 juillet 2020

## MONDE – Scénario macro-économique 2020-2021

### Choc inédit, réponses massives et questions ouvertes

L'épidémie de Covid-19 constitue un choc inédit par sa nature et son ampleur. Les incertitudes foisonnent et les diagnostics sombres, tout comme les espoirs de reprise robuste supposant un retour rapide à la « normalité pré-crise », promu par des politiques généreuses et audacieuses, risquent d'être contrariés. Au-delà du profil en V de la reprise, largement mécanique, on peut cependant tenter de tracer quelques perspectives, mais aussi s'interroger.

#### Sommaire

Pays développés – Se réjouir sans outrance du rebond .....	3
Pays émergents – La grande fracture .....	12
Pétrole – L'union fait la force .....	22
Politique monétaire – Les digues ont cédé .....	24
Taux d'intérêt – Durablement très bas .....	27
Taux de change – Avantage incertain au dollar .....	31
Prévisions économiques et financières .....	33

L'épidémie de Covid-19 constitue un choc inédit par sa nature, affectant en premier lieu l'économie réelle, et par son ampleur, bien supérieure à celle de la crise de 2008-2009. Mondial, exogène, il affecte l'offre comme la demande, en contraignant des pans entiers d'activité à la mise en sommeil, voire à l'arrêt complet, tout en imposant une contraction de la consommation avec en corollaire l'accumulation involontaire d'un matelas conséquent d'épargne.

Évaluer l'ampleur de la récession, puis ébaucher les contours de la reprise (sa rapidité, sa vigueur, sa pérennité au-delà du rebond technique) dépend de multiples paramètres au sein desquels deux sont essentiels : le retour, plus ou moins rapide et plus ou moins complet, à la normale en termes de mobilité et de consommation et le rétablissement de

l'offre suite à la levée des freins physiques. Enfin, la vigueur de la sortie de crise dépend largement de la confiance des agents économiques, ménages et entreprises, susceptibles d'adopter des comportements prudents, d'épargne de précaution ou de réduction de l'investissement.

Alors que les hypothèses à formuler en amont sont loin de se limiter au seul champ économique, les prévisions sont menacées d'obsolescence accélérée. Mi-avril, le FMI livrait une prévision de contraction du PIB mondial de 3% en 2020 (à rapprocher d'un très modeste -0,1% en 2009). À l'occasion de la mise à jour de ses prévisions (*World Economic Outlook* de juin au titre éloquent « *A Crisis Like No Other, An Uncertain Recovery* »), le FMI déclare désormais anticiper une récession de 4,9% en 2020, suivie d'une reprise pouvant

atteindre 5,4% en 2021. Selon le FMI, le PIB mondial fin 2021 serait inférieur d'environ 6,5 points de pourcentage à son niveau « espéré » lors des projections pré-Covid-19 de janvier 2020. Quant à l'OMC, elle prévoyait déjà début avril une chute du commerce mondial de marchandises comprise entre 13% et 32% (-10,4% en 2009).

Face au choc annoncé, on a ainsi assisté à la mise en œuvre rapide et généralisée de politiques de soutien inédites par leur ampleur, voire leur « audace », et par leur capacité à s'affranchir de contraintes réputées, pour nombre d'entre elles, « inscrites dans le marbre ». Quel que soit le domaine, des règles budgétaires encadrant les déficits et les dettes publiques à l'univers des titres achetables par les Banques centrales, les assouplissements, dérogations, innovations fleurissent. Afin d'éviter que la crise réelle ne se double d'une crise financière, que la récession ne se mue en dépression (scénario en L), les Banques centrales se sont ainsi lancées dans des assouplissements monétaires massifs. Les combinaisons d'outils (eux-mêmes variés) sont diverses, mais les objectifs identiques : baisses de taux, programmes d'achats d'actifs (souverains, *corporate*, titrisations), *Pandemic Emergency Purchase Program* et *TLTRO* dans le cas de la BCE... afin d'assouplir les conditions de financement, d'assurer la transmission efficace de la politique monétaire, le meilleur fonctionnement possible des marchés financiers et du crédit et, dans le cas de la BCE, de limiter les tensions sur les *spreads* obligataires des souverains les plus fragiles.

Quant aux politiques budgétaires, si elles obéissent à des logiques largement nationales, elles sont guidées par des inspirations similaires : plans de soutien hors normes visant à maintenir l'emploi et le revenu des ménages ainsi qu'à limiter les défaillances d'entreprises. Grâce à de multiples mesures (chômage partiel, aides aux populations les plus fragiles, baisse temporaire des cotisations sociales, reports de charges fiscales et sociales, garanties publiques sur les prêts aux entreprises, prises de participations de l'État), il s'agit de s'assurer que l'offre et la demande seront en mesure, le plus rapidement possible, de retrouver un cours aussi normal que possible.

Les retours à une parfaite mobilité s'opèrent à des rythmes différenciés selon les pays. Notre scénario table néanmoins sur un redémarrage vigoureux de l'activité à l'articulation des deuxième et troisième trimestres 2020. Cette vigueur, largement mécanique, ne préjuge pas de la robustesse ultérieure du mouvement de rebond : le choc subi en 2020 serait suivi d'une reprise graduelle et modérée en 2021, sous réserve de l'absence d'une seconde vague de pandémie. Compte tenu d'assouplissements

monétaires audacieux, car massifs et durables, un tel scénario économique permet d'éloigner les risques financiers extrêmes. Les conditions financières seraient favorables, au moins dans l'univers « développé » : pas de tensions sur les taux longs, *spreads* souverains sous contrôle en zone euro, faible risque de correction majeure des marchés actions.

Mais les incertitudes, d'essences diverses, planent : tant les diagnostics alarmistes que les espoirs de reprise robuste, fondés sur l'hypothèse d'un retour rapide à la « normalité pré-crise » promu par des stimuli généreux (et efficaces), risquent d'être contrariés. Au-delà de la forme de la crise et de la reprise en V « pur », V asymétrique ou en U (espérons échapper au L), peut-on tirer quelques leçons (modestes) et tracer quelques perspectives (vagues) ?

La crise est un révélateur de fragilités et un accélérateur de fragmentation. Les réponses des pouvoirs publics sont conditionnées par les forces et les contraintes nationales : état des systèmes de santé, marges de manœuvre budgétaires et monétaires, mais aussi lucidité politique et solidité institutionnelle. De cette crise, risque ainsi d'émerger un monde plus fragmenté et hiérarchisé, marqué par une disparité croissante des performances et perspectives de croissance, mais aussi des indicateurs sociaux, tout particulièrement au sein des pays émergents. C'est précisément ce risque de fragmentation dont les responsables européens semblent avoir pris la mesure. C'est aussi précisément ce risque que le FMI désigne lorsqu'il indique que l'impact négatif sur les ménages à faible revenu sera « *particulièrement aigu, mettant en péril les progrès significatifs accomplis dans la réduction de l'extrême pauvreté dans le monde depuis les années 1990* ».

La crise devrait également favoriser la régionalisation (réorganisation des chaînes de valeur au profit d'une plus grande proximité géographique avec une réduction possible du nombre de « maillons ») aux dépens de l'hyper-globalisation : un mouvement déjà esquissé avec l'escalade protectionniste et, plus généralement, la montée du risque politique.

La crise invitera également à réfléchir ultérieurement sur le « *policy mix* » : quelle peut être la combinaison « optimale » entre politiques monétaire et budgétaire en l'absence d'inflation, sans pressions sur les taux d'intérêt, lorsque les États sont lestés de lourdes dettes ? Et, au-delà, quel rôle confier à l'État : la crise n'aboutit-elle qu'à un interventionnisme circonstanciel ou est-elle susceptible de susciter une restauration plus pérenne de l'État stratège ?

## Pays développés – Se réjouir sans outrance du rebond

Grâce à des soutiens budgétaires et monétaires hors normes, un redémarrage vigoureux de l'activité devrait intervenir mi-2020. Cette vigueur, largement mécanique, ne préjuge pas de la robustesse ultérieure du rebond : la reprise serait graduelle et modérée en 2021.

### États-Unis : forte contraction en 2020, suivie d'une reprise lente et progressive

Le choc infligé à l'économie par la crise du Covid-19 et les confinements qui en ont résulté entraîneront une forte contraction de l'économie (environ 5,5%) en glissement annuel en 2020. Le PIB a certes déjà reculé de 5% en rythme annuel au premier trimestre, mais le pire reste à venir. Le plus fort de l'impact se fera sentir au deuxième trimestre, au cours duquel une contraction inédite d'environ 30% en rythme annuel serait enregistrée. Une reprise lente et progressive devrait suivre à partir du troisième trimestre.

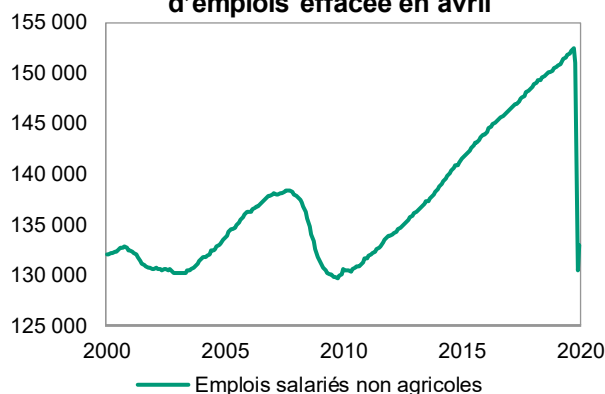
Alors que la consommation avait été le principal moteur de la croissance économique, très solide au cours des dernières années, celle-ci devrait évidemment baisser fortement en 2020 et constituer le principal facteur de contraction du PIB. La dégradation rapide du marché du travail a commencé à peser sur la consommation dès le premier trimestre et la poursuite de cette tendance suggère un impact plus important au deuxième trimestre. Avec plus de 20 millions d'emplois perdus au cours du seul mois d'avril, le taux de chômage a atteint 14,7%, son niveau le plus élevé depuis la grande dépression de 1929. Les créations nettes d'emplois ont surpris à la hausse en mai mais l'emploi reste nettement inférieur à ce qu'il était avant la crise. Compte tenu d'une reprise lente, le taux de chômage passera difficilement sous la barre des 10% d'ici fin 2020 et excédera, tout au long de l'année 2021, son niveau de fin 2019.

Sous l'effet des pertes d'emplois massives, les revenus du travail ont chuté de plus de 5% en glissement annuel en avril. Ils ont certes commencé à se redresser et une partie des revenus perdus sera compensée par les aides financières de l'État (les *stimulus checks*). La baisse déjà constatée est néanmoins de mauvais augure pour la consommation. De nombreux secteurs continueront, en outre, à être affectés par la fermeture totale ou partielle d'entreprises non essentielles. **Notre prévision table ainsi sur une baisse de la consommation de près de 7% en 2020**, le deuxième trimestre étant le plus affecté.

L'investissement fixe non résidentiel, déjà engagé dans une phase de ralentissement depuis le deuxième trimestre 2019, devrait se contracter sensiblement, en particulier au deuxième trimestre 2020. La montée des incertitudes contribue évidemment à fortement dégrader le climat des affaires : incertitudes liées au Covid-19, recrudescence des tensions entre les États-Unis et la Chine, mais aussi prochaines élections. Un tel climat devrait susciter un report des investissements non essentiels de la part des entreprises, entraînant une baisse d'environ 9% des investissements productifs en 2020.

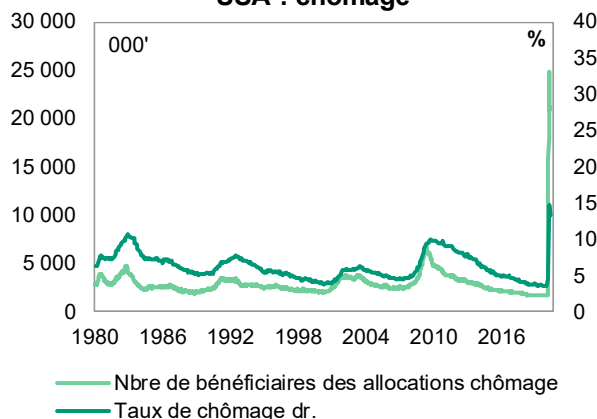
La réponse de la Banque centrale a été énergique. Sur le front de la politique monétaire, la Fed a réduit les taux à zéro, annoncé des achats d'actifs sans limite de date et créé plusieurs facilités de crédit. En

USA : une décennie de créations d'emplois effacée en avril

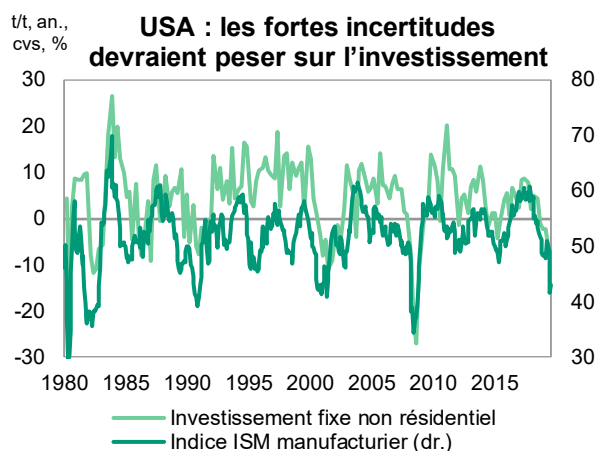


Sources : BLS, Bloomberg, CACIB

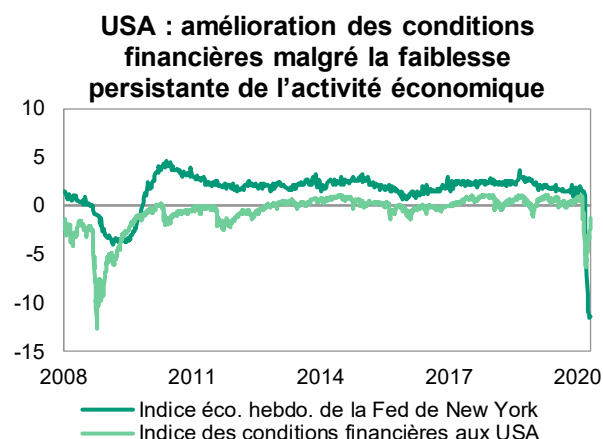
USA : chômage



Sources : BLS, Bloomberg, CACIB



Sources : BEA, ISM, Bloomberg, CACIB



Sources : Fed NY, Bloomberg, CACIB

termes de **politique budgétaire**, le Congrès a déjà adopté quatre plans de soutien pour un montant total de près de 3 000 milliards de dollars. Un tel soutien budgétaire est sans précédent historique et fera, selon le CBO, grimper le déficit à 17,9% du PIB en 2020. Ces plans prévoient le financement de plusieurs programmes destinés à soutenir à la fois les entreprises et les ménages. Malgré l'ampleur historique des montants déjà engagés, les discussions se poursuivent autour d'un nouveau plan de soutien, pour lequel un accord nous semble probable d'ici quelques semaines.

**Cette réaction sans précédent ne pourra pas empêcher une forte contraction : les entreprises ont été fermées et les consommateurs confinés afin de lutter contre la propagation du virus.** Par ses actions, la Fed contribue au maintien de conditions financières accommodantes et permet aux consommateurs ainsi qu'aux entreprises de passer un cap, évitant qu'une crise de liquidité ne se transforme en crise de solvabilité. Cela devrait permettre de soutenir la reprise, une fois le virus sous contrôle et les restrictions liées à la situation sanitaire assouplies, mais aussi de « limiter les dégâts » durables sur l'économie. Certains signes précurseurs, tels que le bond record des ventes au détail en mai, suggèrent un début de reprise à partir du troisième trimestre.

**Au-delà de 2020, nous tablons sur une reprise relativement graduelle et lente : bien qu'un certain nombre d'États aient déjà commencé à rouvrir leur économie, les entreprises et les ménages resteront prudents et hésiteront à renouer avec leurs habitudes de dépenses antérieures. Tablant sur une croissance du PIB d'environ 4,5% en 2021, le PIB demeurerait sous son niveau d'avant-crise jusqu'en 2022.**

Les risques restent baissiers et une remontée des cas de Covid-19 liée à une réouverture prématurée constitue le principal écueil. Cette préoccupation est particulièrement forte au regard de la détérioration des données sanitaires dans un certain nombre d'États du Sud et de l'Ouest, comme l'Arizona, la Floride ou le Texas. Bien que la hausse du nombre de cas s'explique en partie par l'augmentation du nombre de tests effectués auprès de la population, la tendance est préoccupante.

Jusqu'à présent, l'administration Trump et un certain nombre de gouverneurs républicains se sont montrés peu enclins à réimposer des mesures de confinement. Toutefois, si la situation continuait de se détériorer, des reconfinements partiels pourraient devenir inévitables ; certaines entreprises pourraient, en outre, choisir de fermer même sans y être contraintes par le gouvernement. **La mutation de notre scénario central au profil en « V asymétrique<sup>1</sup> » en un scénario en W ne peut encore être exclue.**

<sup>1</sup> Scénario dans lequel la jambe de droite du V (la reprise) sera beaucoup moins pentue que celle de gauche (la contraction), *swoosh-shaped recovery* en anglais.

### Zone euro : mobilisation pour une sortie homogène et coordonnée

Sous l'hypothèse bienveillante d'absence de deuxième vague de contagion, **notre prévision de croissance pour la zone euro s'établit à -8,1% en 2020 et +5,5% en 2021. Elle épouse un profil trimestriel en forme de V marqué entre le deuxième et le troisième trimestre 2020 : rebond mécanique de la croissance au deuxième semestre de 2020, suivi d'une reprise modérée et incomplète en 2021.**

**À la fin de notre horizon de prévision, le niveau du PIB serait de 2% inférieur à son niveau de 2019 pour la zone euro.** Cet écart sera différencié entre pays. Si la crise est « homogène » en ce qu'elle n'épargne aucun pays, son impact sur les différentes économies ne l'est pas. Il dépendra, *in fine*, de l'intensité du choc lui-même (sévérité et durée de l'épidémie, ampleur des mesures de confinement et de suspension de la production), mais aussi de la position initiale des pays (niveau d'endettement, déséquilibres, risque porté par le secteur bancaire, potentiel de croissance, force institutionnelle). Ses répercussions sur l'emploi et les revenus dépendront de la part de l'emploi précaire et de l'économie souterraine, des indépendants et des PME ; mais aussi des inégalités de revenus existantes, de la couverture du système de protection sociale. Les effets de taille et de structure importent également (base industrielle et exposition aux secteurs les plus fortement touchés). Enfin, le potentiel de reprise dépendra de la capacité à préserver l'emploi et les capacités de production, à protéger les chaînes d'approvisionnement européennes et mondiales. **L'écart entre le niveau du PIB fin 2021 et fin 2019 serait ainsi fortement différencié selon les pays : de nul pour l'Allemagne à négatif pour les autres grandes économies (-2,6% pour la France, -4,4% pour l'Italie, -5,5% pour l'Espagne).**

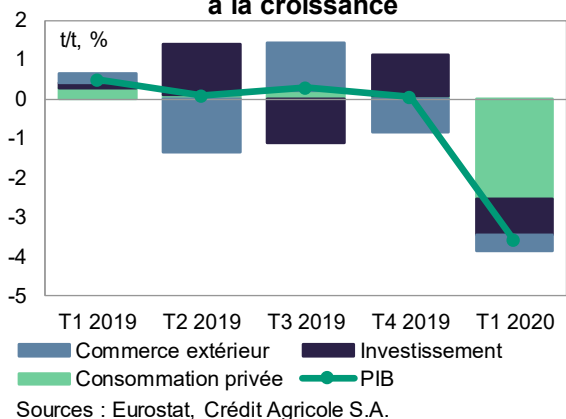
**La nature transitoire, et surtout exogène, du choc a ancré les anticipations des agents sur un mouvement de reprise en forme de V.** Cependant, ce qui n'est pas produit et consommé aujourd'hui ne sera pas complètement « rattrapé » à la fin de l'épidémie. Le risque d'un choc temporaire produisant des effets plus permanents est élevé : l'expérience de la précédente crise nous oblige à constater qu'aujourd'hui encore, dans la zone euro, des économies n'ont pas retrouvé le niveau de production et de revenu d'avant crise ; le chômage, initialement supposé temporaire, s'est en outre partiellement transformé en chômage structurel.

### Anatomie de la très grande crise

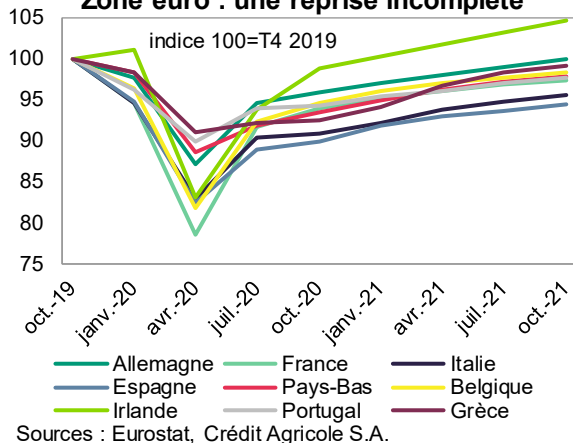
Selon les informations disponibles à ce stade, alors que la totalité des éléments utiles à la compréhension du passé récent est indisponible, **les chocs subis en amont par les différents pays se révèlent déjà d'ampleur très diverse.** Le PIB en zone euro a reculé de 3,6% au premier trimestre 2020 par rapport au trimestre précédent. Trois pays sont très touchés : la France, l'Italie (-5,3%) et l'Espagne (-5,2%). La Belgique et le Portugal présentent une baisse de l'activité supérieure ou égale à la moyenne de la zone (-3,6% et -3,8% respectivement). Les autres grandes économies de la zone, l'Allemagne et les Pays-Bas, enregistrent une contraction moins sévère (-2,2% et -1,7% respectivement).

**Côté demande**, c'est la demande intérieure qui a surtout contribué au repli de l'activité (-3,6%), tandis que la contribution de la demande extérieure nette a été moins négative (-0,4%), en raison d'une contraction presque identique des importations (-3,6%) et des exportations (-4,2%). La consommation privée et l'investissement se sont repliés à peu près autant (-4,7% et -4,2% respectivement), mais l'accumulation de stocks a apporté 0,3 point à la croissance. C'est en Allemagne et en Italie que la contribution négative de la demande étrangère nette à la croissance du PIB a été la plus importante (-0,9 et

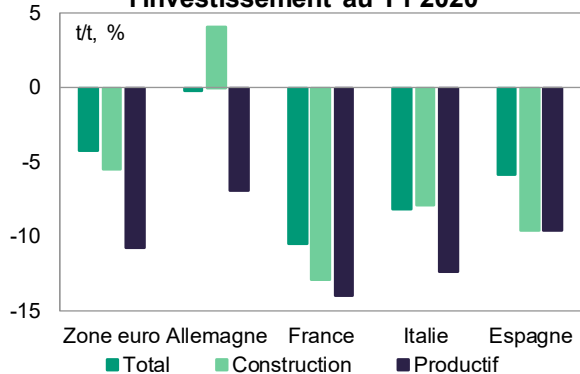
Zone euro : contributions à la croissance



Zone euro : une reprise incomplète

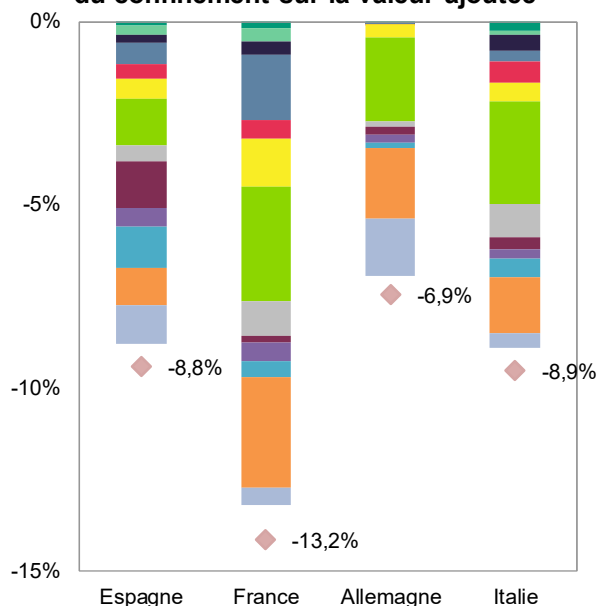


**Zone euro : croissance de l'investissement au T1 2020**



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

**Zone euro : impact direct et indirect du confinement sur la valeur ajoutée**



- Loisirs & serv. Personnes
- Hébergement restauration
- Commerce
- Autres manuf.
- Machines & équip.
- Textile
- Agriculture
- Services immob. & entreprises
- Transport
- Construction
- Automobile
- Chimie & pharma.
- Alimentaire
- Total

Sources : Crédit Agricole S.A.

-0,8 point de PIB). En revanche, la baisse de la demande intérieure a été particulièrement sérieuse en France et en Espagne. C'est en Espagne (-7,3%), puis en Italie (-6,6%) et en France (-5,6%) que la consommation privée a le plus fortement reculé. C'est en France que l'investissement s'est replié le plus fortement (-10,5%), sous l'effet conjugué du recul de la construction (-12,9%) et de l'investissement productif (-14%). La baisse dans la construction a aussi été déterminante en Espagne (-9,6%). Enfin, en Italie, c'est surtout l'investissement productif qui s'est replié (-12,4%), tout comme en Allemagne (-6,9%), où la progression de l'investissement dans la construction (+4,1%) a stabilisé l'accumulation de capital dans son ensemble.

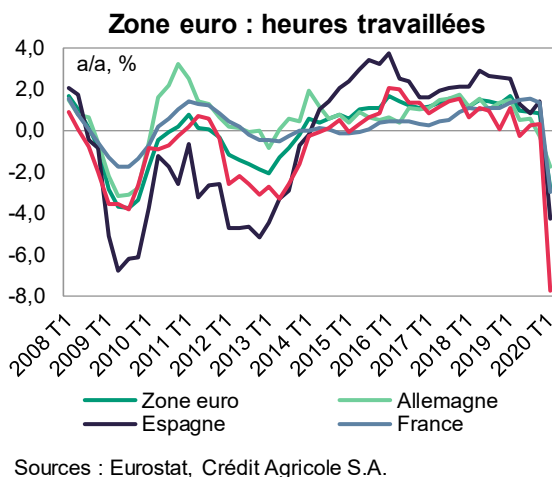
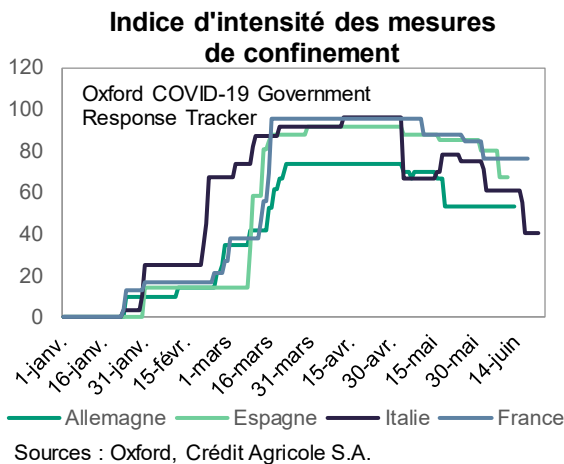
Les **composantes du PIB côté offre** ont toutes enregistré une baisse, plus marquée pour certains secteurs des services (commerce, transport, hébergement, restauration et activités récréatives à -6,8%) mais aussi importante pour la construction (-3,8%) et l'industrie (-3,3%).

**Le simple effet de base dû au niveau extrêmement faible atteint en avril par la production industrielle (-26% par rapport à la moyenne janvier-février) justifie un rebond de l'activité en mai.** Les dernières données d'enquête suggèrent que l'activité est encore en baisse en mai, bien qu'à un rythme ralenti dans tous les secteurs et les pays. La reprise de la production sera entravée par le niveau élevé des stocks (qui suffiront à satisfaire la demande à court terme). Les carnets de commandes se sont fortement dégarnis en mars et les opinions des entreprises sont, à cet égard, encore moroses. Enfin, plusieurs activités, notamment dans les services, restent fermées ou soumises à des contraintes de fonctionnement qui limitent le taux d'utilisation des capacités de production. **Nous anticipons ainsi une nouvelle baisse plus marquée du PIB au deuxième trimestre 2020 (-12,7%).**

Selon nos estimations, **les mesures de confinement et de suspension de la production engendreront une perte d'offre (perte directe et indirecte via la demande activée par les différents secteurs sur les productions en amont et en aval) comprise entre -6,9% et -13,2% de la valeur ajoutée en 2020 dans les quatre grandes économies de la zone.** En Italie et en Espagne, le confinement a été précoce et s'est accompagné, en Italie, de restrictions importantes sur la production. À l'opposé, en Allemagne, la chute de l'activité a été moindre en raison de mesures de confinement moins strictes. En France, le confinement a été plus tardif, mais plus long, et la forte chute de l'activité semble aller de pair avec une reprise robuste une fois les restrictions levées. Le redémarrage de la consommation empêchée pendant le confinement et ce dans un contexte de pertes de revenus limitées, la réouverture des lignes de production et des chantiers suggèrent de manière assez mécanique un fort rebond de l'activité une fois les restrictions sanitaires levées. **Un profil de croissance trimestrielle en V entre le deuxième et le troisième trimestre 2020 se dessine avec une croissance de 9,6% au troisième trimestre, résultat purement mécanique de la réouverture des activités des services et de la production.**

**Mais l'histoire s'étend au-delà de cet effet de « stop and go » au sens littéral.** En sortie de confinement, le taux d'utilisation des capacités sera faible, des ruptures d'approvisionnement sont possibles, les pertes de chiffre d'affaires seront difficilement récupérables et de fortes incertitudes vont planer sur les perspectives de demande. **La dynamique de la reprise à partir du quatrième trimestre 2020 s'annonce modérée (1,2% en moyenne jusqu'à l'horizon de la prévision).**

**Le rôle des mesures de soutien à la liquidité visant à limiter un deuxième choc négatif du côté de l'offre est crucial.** Les mesures destinées à alléger les difficultés de financement des entreprises



(report d'impôts et cotisations, moratoire sur les dettes et soutien public *via* les dispositifs de chômage partiel) vont réduire le risque d'insolvabilité (de 30% à 10% selon l'OCDE). Malgré ce soutien, nous prévoyons **un rythme très modeste de reprise de l'investissement, notamment productif (+2,3% en 2021, après -12,1% en 2020)**. Le niveau de l'investissement sera encore inférieur de 10,8% fin 2021 par rapport à son niveau d'avant crise.

La réinjection dans le circuit économique d'une partie de l'épargne « forcée » accumulée en temps de confinement laisse espérer une reprise robuste de la consommation à partir du troisième trimestre. Mais avec la baisse de la confiance des consommateurs liée aux incertitudes entourant l'évolution de l'emploi (*voir focus* : « [Emploi : le risque de segmentation](#) ») et des revenus, les ménages risquent d'adopter des comportements d'attente et de précaution qui vont obérer la récupération intégrale du niveau de la consommation. **La consommation privée rebondirait au rythme de 6,3% en 2021, après avoir chuté de 8,7% en 2020 ; son niveau fin 2021 serait inférieur de 2,1% à son niveau d'avant crise. L'apport de la demande extérieure sera limité.** L'OMC et la CnuCED attendent une baisse de l'ordre de 20% du commerce mondial en 2020 avec, certes, une reprise au deuxième semestre du commerce de marchandises mais une dynamique très faible des flux des services, notamment du tourisme.

### Le défi de la fragmentation

**Les réponses nationales à la crise ont été rapides.** La levée des contraintes européennes liées à la supervision budgétaire et à la politique de la concurrence en matière d'aides d'État aux entreprises a donné plus de latitude financière aux États-membres pour parer à l'urgence sanitaire ou économique. En a résulté **une réponse massive mais différenciée en fonction des marges budgétaires disponibles. Les marchés ont commencé à discriminer entre les pays en fonction de l'effort budgétaire produit et/ou de son impact sur l'endettement, avec un début de fragmentation sur le marché des dettes souveraines. L'action de la BCE a été déterminante pour calmer le jeu.** Par ses fournitures massives de liquidité au secteur bancaire et ses rachats de titres, la BCE a joué son rôle d'amortisseur. Des modifications du côté de la supervision sont également intervenues pour desserrer les contraintes et promouvoir la transmission de l'assouplissement monétaire par le canal du crédit. **Dans cette crise, le système bancaire sera un facteur de stabilisation et non d'amplification de la crise comme en 2008.**

**Mais l'action monétaire ne suffit pas.** S'élevant à 1 200 milliards d'euros de nouvelle dette se déversant sur les marchés en 2020, les besoins de financement générés par les réponses nationales à la crise pourraient créer des effets d'éviction des souverains les moins bien notés. Le corollaire serait une transmission de la hausse aux coûts de financement du secteur privé et un soutien public à l'économie plus limité. Les pays ont progressivement pris conscience qu'une sortie de crise différenciée posait un risque non seulement pour le marché unique et ses chaînes d'approvisionnement européennes, mais aussi pour la monnaie unique : le renforcement de la polarisation et de la fragmentation était à même de générer un choc pour la cohésion de l'UE. **Le saut de la simple coordination à la mise en commun des ressources s'est donc imposé.** Les différentes institutions communautaires ont proposé des plans qui conduiraient l'UE à émettre quinze fois la valeur cumulée des émissions communes au cours des cinq dernières années ; un total de cinq fois le budget annuel de l'UE. **En prenant en compte la ligne du MES, les garanties de la BEI, le fonds SURE et la proposition de Recovery Fund, 9,8% du PIB de l'UE seraient mobilisés, dont 3,6% du PIB sous forme de subventions**

à fonds perdu, 4,2% sous forme de prêts à des taux concessionnels et des maturités allongées et 2% en garanties européennes à l'investissement. Les ressources ne seront pas immédiatement disponibles et leur déboursement sera étalé bien au-delà de l'horizon de la prévision, mais les montants engagés pourraient être arrêtés à l'automne avec la présentation des requêtes par les pays, les votes du Parlement européen et des parlements nationaux. **Cet engagement budgétaire, conjugué à la présence active de la BCE, devrait assurer des conditions de financement très favorables pour l'ensemble des pays.**

Les États sont, pour certains, écartelés entre le soutien à l'activité et la soutenabilité de leur dette. L'orientation de la politique budgétaire sera bien expansionniste en 2020, mais déjà restrictive en 2021, alors que la récupération de l'économie ne sera pas totale (écart de production fortement négatif). **La mobilisation de l'aide européenne viendra donc opportunément produire une impulsion positive et réduire le risque de sortie de crise différenciée.** La nécessité (impérieuse) d'assurer une reprise synchrone et coordonnée fait des plans de relance le noyau dur du semestre européen, afin de positionner l'utilisation des fonds en ligne avec les priorités de l'UE pour le prochain CFP (cadre financier pluriannuel).

### **Focus Zone euro – Emploi : le risque de segmentation**

Cette crise aura potentiellement un impact très important sur l'emploi. Il est néanmoins difficile de le cerner correctement en mobilisant les modèles habituels : ce choc est atypique, en particulier par rapport aux récessions endogènes nées de l'accumulation préalable de déséquilibres. D'abord, sa nature exogène impose des contraintes physiques temporaires à des activités particulières et ne répond pas à une « logique d'écrémage » d'acteurs moins profitables même si, à moyen terme, la question de la solidité financière conditionne la résilience des acteurs.

Cette crise touche de façon prépondérante le secteur des services, très intensif en main-d'œuvre. Les gouvernements, forts de leur expérience de la crise précédente, ont mis en œuvre des mesures de préservation de l'emploi, en redéployant et en renforçant des dispositifs qui avaient fait leurs preuves. Le recours au chômage partiel a été massif. Dans tous les grands pays de la zone, son taux de remplacement a été relevé et a couvert entre 60% et 84% du salaire. Il a été étendu à des secteurs initialement non couverts et, aujourd'hui, les trois quarts des affiliations sont reconductibles aux services en France, les deux tiers en Allemagne et en Italie. L'industrie compte entre 15% et 25% des nouvelles demandes et la construction entre 10% et 15%.

**Suspension légale des activités, baisse de la demande ou effet d'aubaine des mesures de chômage partiel, la baisse des heures travaillées a été au premier trimestre 2020 (-3,1%) sans commune mesure avec celle connue sur la période 2008-2009.** La réduction de la durée du travail a été bien plus significative pour les indépendants (-5,6%) que pour les salariés (-2,6%), notamment en Italie et en Espagne. Elle a été aussi marquée dans les services que dans l'industrie (-3,1%) mais plus importante dans la construction (-4,3%), du fait des baisses significatives en France, en Espagne et en Italie. C'est seulement en Italie que la baisse a été très marquée dans tous les secteurs.

**Ces mesures ont donc bien contribué à limiter la baisse de l'emploi (-0,2%) au premier trimestre 2020, ainsi que la remontée du taux de chômage (7,3% en avril, après 7,1% en mars). Cette première phase de la crise est donc caractérisée par des travailleurs dans l'emploi : des travailleurs qui ne travaillent pas ou peu et des chômeurs qui ne cherchent plus.** Ce deuxième effet participe au maintien d'un taux de chômage bas. Qu'il s'agisse de chômeurs découragés par des perspectives plus moroses ou ayant arrêté leur recherche d'emploi du fait de l'absence de postes vacants ou de la nécessité de garder les enfants non scolarisés, la baisse des actifs au premier trimestre a été importante (-0,8% en Espagne, -0,9% en France et -1,9% en Italie, mais seulement -0,6% en Allemagne sur la période de mars-avril).

Cette crise risque ainsi d'alimenter la hausse du halo du chômage, défini comme le nombre des travailleurs à temps partiel involontaires et les personnes disponibles pour travailler, mais ayant renoncé à la recherche d'un emploi. Il faut donc s'attendre à une augmentation des capacités excédentaires sur le marché du travail (comptant pour 15,4% de la population active élargie au quatrième trimestre 2019 dans la zone euro), lesquelles n'avaient déjà pas retrouvé le niveau d'avant la crise de 2008 dans plusieurs pays. Elles



expriment mieux que le simple taux de chômage la pression à la baisse exercée par la crise sur les revenus et le risque déflationniste qui y est associé.

Le rebond d'activité, attendu en deuxième partie d'année, devrait soutenir la reprise de la productivité ; celle-ci s'accompagnerait d'une hausse progressive des destructions d'emplois, une fois épuisée la couverture assurée par le chômage partiel. Cette dernière peut s'étendre jusqu'à deux ans en Italie et en Espagne (son allongement est en discussion en Allemagne), où les autorités ont aussi interdit les licenciements pendant la crise.

**La montée du taux de chômage sera donc progressive mais durable de 7,6% en 2019 à 9,3% en 2020 et 10,1% en 2021. Elle sera différenciée entre pays en fonction, notamment, de la part qu'occupe l'emploi précaire et indépendant dans les économies.**

### Royaume-Uni : Covid-19 + Brexit = double peine

Les perspectives économiques se sont considérablement détériorées avec l'épidémie de Covid-19 et les mesures de confinement mises en place pour contenir l'épidémie. L'économie britannique est, de plus, confrontée à un risque spécifique, lié aux incertitudes qui entourent les négociations sur les relations à long terme avec l'UE et à l'éventualité d'une absence d'accord (le *no-deal*).

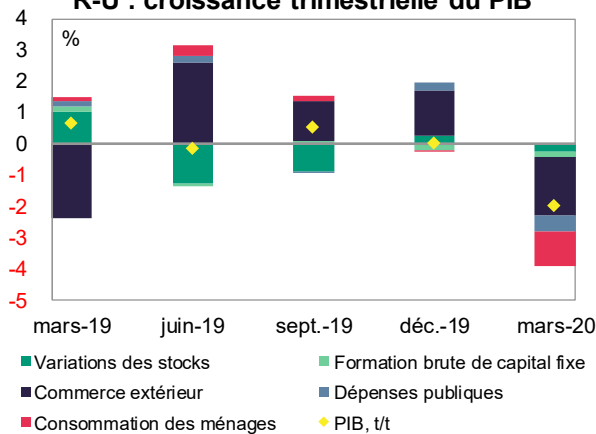
Dans notre scénario initial, élaboré en avril, nous avons estimé l'impact d'un mois de confinement total à près de 2,5% du PIB annuel, ce qui impliquait une baisse du niveau de production d'environ 30% pour trois mois de confinement total. Les données publiées depuis suggèrent que le choc sera probablement moins important, grâce à la levée anticipée des mesures de distanciation sociale. **Selon la Bank of England (BoE), les données récentes (qui incluent des indicateurs publiés à fréquence élevée) suggèrent une contraction cumulée du PIB d'environ 20% au premier semestre 2020.** Le PIB s'est replié de 2% au premier trimestre, dont 5,8% pour le seul mois de mars. La consommation des ménages a chuté de 1,7% par rapport au trimestre précédent, tandis que les investissements des entreprises se sont stabilisés et que le commerce extérieur a contribué négativement à la croissance à hauteur de 1,9 point de pourcentage, les exportations ayant enregistré une contraction plus importante que celle des importations (en repli, respectivement, de 10,8% et 5,3% en variation trimestrielle).

**Le creux de l'activité aura probablement été atteint en avril, les mesures de restriction sanitaire ayant été progressivement levées à partir de la mi-mai.** Après une contraction de 18% en avril par rapport à mars, les ventes au détail ont rebondi de 12% en mai. L'amélioration a été tirée par le commerce non alimentaire, notamment par les magasins d'articles ménagers. Les immatriculations de voitures, parties certes de niveaux extrêmement bas, ont connu une augmentation significative (+300% en mai par rapport à avril en données corrigées des variations saisonnières). La confiance des ménages s'est également améliorée, mais reste nettement inférieure aux niveaux d'avant crise. Les indicateurs avancés de l'activité des entreprises, tels que les enquêtes PMI, ont rebondi après avoir atteint des niveaux historiquement bas en avril, tant dans le secteur manufacturier que dans celui des services.

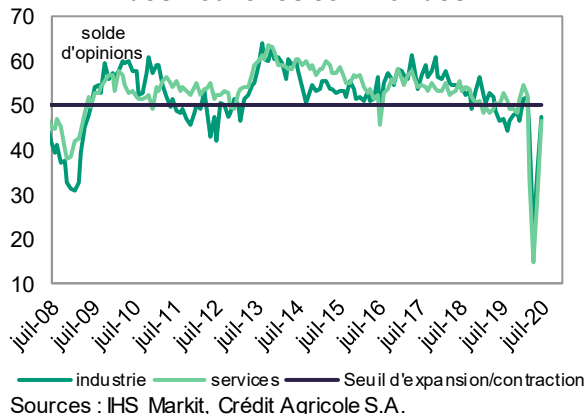
### Les risques sur la reprise sont baissiers

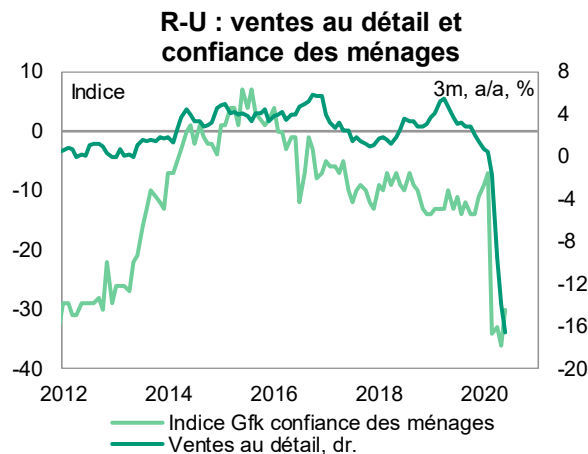
Dans nos prévisions, le PIB en volume retrouverait son niveau d'avant-crise vers la fin de l'année 2021, mais de nombreux risques pourraient peser sur le rythme de la reprise. Les risques sanitaires (risque d'une deuxième vague de Covid-19), les pertes de revenus et de bénéfices

R-U : croissance trimestrielle du PIB

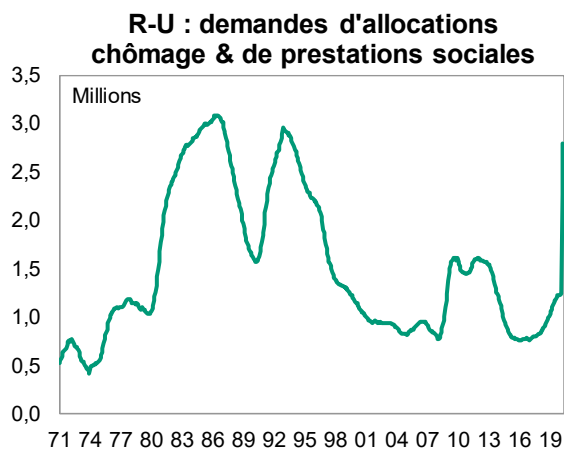


R-U : indices PMI des nouvelles commandes





Sources : GfK, ONS, Crédit Agricole SA



Sources : ONS, Crédit Agricole S.A.

et les incertitudes économiques et financières suggèrent que les ménages et les entreprises devraient continuer de se montrer prudents. Dans les secteurs de l'alimentation et de l'hébergement, mais aussi dans le commerce de détail, les barrières physiques limitent l'activité et conduisent à des incertitudes sur les revenus futurs. La confiance des ménages se rétablira probablement lentement et la demande restera faible dans certains secteurs, tant que le virus continue à circuler. La persistance d'un taux de chômage élevé, pesant à son tour sur la reprise de la consommation des ménages, ne peut être exclue.

### Les capacités non-utilisées ont fortement augmenté sur le marché de l'emploi.

La part de la population active percevant des allocations de revenu (ou *Claimant Count rate*, qui comprend à la fois les chômeurs et les personnes à faibles revenus) est passée de 3,8% en mars à 7,8% en mai : cela suggère une hausse du chômage vers des niveaux inconnus depuis les années 1990. On a constaté simultanément une forte baisse du nombre de postes vacants, du nombre moyen d'heures travaillées et des revenus. La croissance des salaires a sensiblement ralenti, à 1,7%, son niveau le plus bas en trois ans. En termes réels, les salaires ont baissé pour la première fois depuis janvier 2018. Actuellement, 11,8 millions de personnes, soit 34% de la population active, bénéficient d'une allocation publique de revenu sous un des dispositifs d'État créés en lien avec la crise du Covid-19. Le programme d'aide au maintien de l'emploi (le *Coronavirus Job Retention Scheme*) concerne 9,2 millions de personnes en date du 21 juin : il s'adresse aux salariés qui ont été temporairement mis à pied et leur permet de recevoir 80% de leur salaire. Le programme d'aide au revenu des travailleurs indépendants (le *Self-Employment Income Support Scheme*) couvre, de plus, 2,6 millions de personnes. Les aides sont plafonnées à 2 500 livres par mois pour les deux dispositifs. À 3,8%, le taux de chômage est resté proche de son bas niveau historique, ce qui témoigne de l'efficacité des mesures prises par le gouvernement pour préserver l'emploi. Il devrait néanmoins augmenter dans les mois à venir car certaines des personnes couvertes par les dispositifs gouvernementaux devraient commencer à chercher une source de revenus supplémentaire. En outre, les mesures du gouvernement devraient expirer en octobre, ce qui pourrait entraîner une forte remontée du taux de chômage au cours du dernier trimestre de l'année. Si le chômage reste durablement élevé, l'économie risque de se retrouver coincée dans une boucle auto-renforcée d'attentes pessimistes, d'activité et d'investissements faibles.

### Le Brexit crée un aléa supplémentaire sur la reprise

L'éventualité d'un *no-deal* (qui se traduirait par l'application des règles de base de l'OMC pour le commerce extérieur britannique) reste un risque majeur. Le gouvernement britannique a toujours exclu la prolongation de la période de transition. Or, les négociations n'ont pratiquement pas progressé depuis leur reprise en avril. Les nouvelles récentes ont cependant été encourageantes, dans la mesure où il existe une volonté politique de trouver des compromis sur les principales questions non résolues.

### Le Royaume-Uni devrait quitter le marché unique et l'union douanière le 31 décembre avec un accord de libre-échange (ALE) portant uniquement sur les marchandises.

Parvenir à un ALE complet, tel que mentionné dans la déclaration politique sur la relation à long terme, semble très peu probable dans un délai aussi court (un accord devrait idéalement être trouvé avant octobre afin de laisser le temps nécessaire à sa ratification). L'ALE devrait être exempt de droits de douane et de quotas, mais inclurait des obstacles non tarifaires

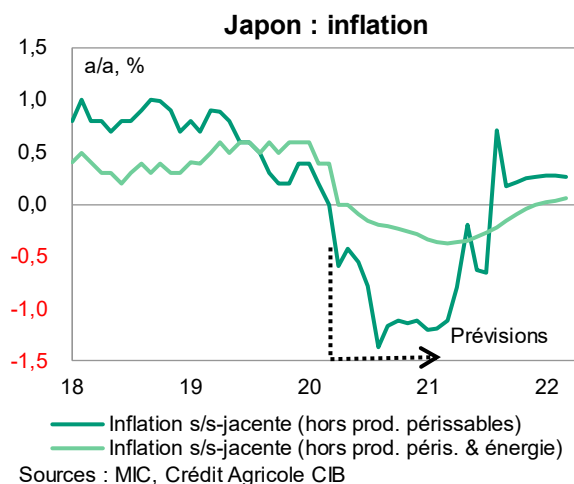
immédiats au commerce des biens et des services : contrôles et procédures douanières, contrôles réglementaires, règles d'origine, obstacles réglementaires pour les services, perte du passeport européen pour les banques. Les discussions sur les autres aspects de la relation (sécurité, certains services) devraient se poursuivre en 2021 et continueront à alimenter l'incertitude. Quel que soit le type d'accord négocié par le Royaume-Uni, les barrières commerciales et les coûts augmenteront une fois la période de transition terminée, à moins que l'ALE n'introduise une phase de mise en œuvre qui prolongerait *de facto* la période de transition. En tout état de cause, la relation future avec l'UE ne permettra pas le même niveau d'intégration que l'adhésion à l'UE et conduira à davantage de divergence en termes de réglementation.

### Japon : point bas pour la croissance réelle au deuxième trimestre, puis signaux déflationnistes en 2021

Le deuxième trimestre 2020 marquera la troisième baisse consécutive du PIB réel : celui-ci a, en effet, commencé à baisser au quatrième trimestre 2019, principalement en raison de la hausse de la TVA, puis a continué à se contracter en raison du Covid-19. L'état d'urgence a d'ores et déjà été levé et le Premier ministre, Shinzo Abe, a autorisé les déplacements d'une préfecture à l'autre : deux facteurs propres à soutenir les dépenses de consommation. **Le deuxième trimestre marquera ainsi le point bas de la croissance du PIB.**

Au Japon, la croissance réelle tend à précéder l'évolution des prix de deux trimestres environ et l'attention va ainsi progressivement de déplacer de la croissance à l'inflation. **L'inflation sous-jacente (hors produits périssables et énergie) devrait passer en territoire négatif au troisième trimestre 2020 et y rester jusque vers la fin de l'année 2021.**

Le Premier ministre sera-t-il, en conséquence, obligé d'annoncer le retour de la déflation ? Cela paraît peu probable tant le calendrier politique de l'année 2021 rend une telle annonce délicate : le troisième et dernier mandat de Shinzo Abe à la tête du Parti libéral démocrate (LDP) au pouvoir se termine en septembre 2021 et la législature de quatre ans de la Chambre basse s'achève en octobre 2021. **Sur un horizon de temps aussi limité, Abe va essayer de mobiliser son capital politique pour mener à bien les amendements constitutionnels qu'il considère comme comme l'aboutissement de sa carrière politique.** Dans un tel contexte, Shinzo Abe fera adopter autant de « rallonges budgétaires » que nécessaire pour éviter d'avoir à annoncer un retour de la déflation. Nous tablons ainsi sur un minimum de quatre budgets supplémentaires pour l'année fiscale 2020 (dont deux sont déjà adoptés), financés indirectement par la Banque du Japon *via* sa politique de politique de contrôle de la courbe des taux (ou YCC pour *Yield Curve Control*).



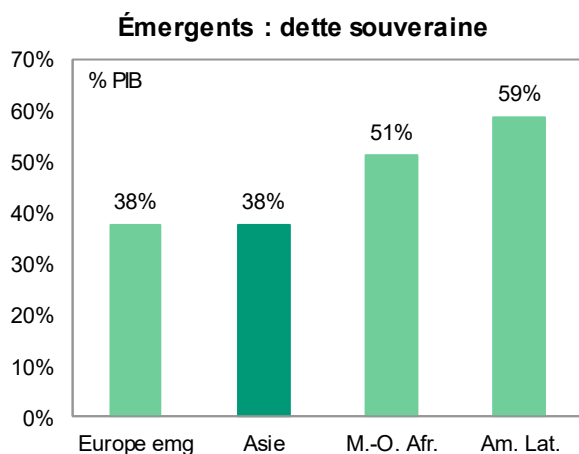
## Pays émergents – La grande fracture

Dans les marchés émergents, les mesures budgétaires et monétaires ont permis de figer la volatilité mais pas de l'éliminer. Elle peut, de nouveau, se manifester et les marchés émergents ne sont pas tous bien armés pour y faire face.

### *Toute première contraction économique du monde émergent*

La « sphère émergente », dans son ensemble, se contractera en 2020 pour la première fois depuis que les statistiques sur les économies émergentes existent (les statistiques permettant le suivi de la croissance du PIB des pays émergents existent depuis près de soixante ans).

Par rapport à la forte décélération de 2009, le ralentissement provoqué par le Covid-19 est plus généralisé et touche plus fortement l'ensemble des principales composantes de la demande. En 2009, le choc émanait du système financier mondial : l'investissement s'était effondré mais la contraction de la consommation privée avait été plus limitée. À l'occasion du choc actuel, induit par les mesures de confinement, la consommation privée s'est effondrée et toutes les composantes du PIB des émergents ont été impactées. La croissance du PIB de la sphère émergente pourrait passer de 3,4% en 2019 à -2,0% en 2020, avant de connaître une reprise de 5,6% en 2021.



Sources : Banque mondiale, Crédit Agricole CIB

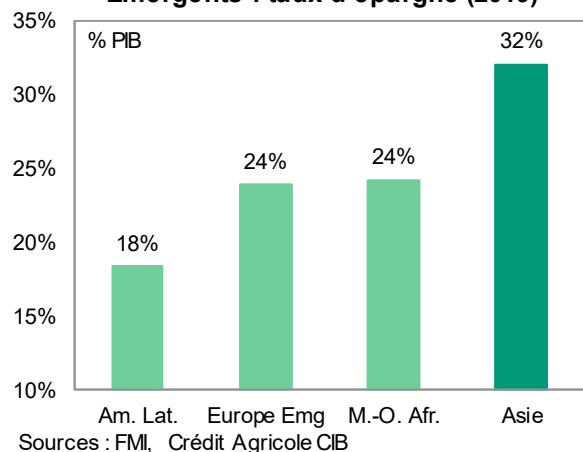
### *Des réponses budgétaires et monétaires plutôt fortes*

La réaction des dirigeants a généralement été assez forte, tant du côté budgétaire que du côté monétaire. La réaction budgétaire (ou quasi budgétaire) a varié en fonction de la marge de manœuvre dont les gouvernements disposaient (mais aussi de leur volonté d'exploiter cette marge de manœuvre).

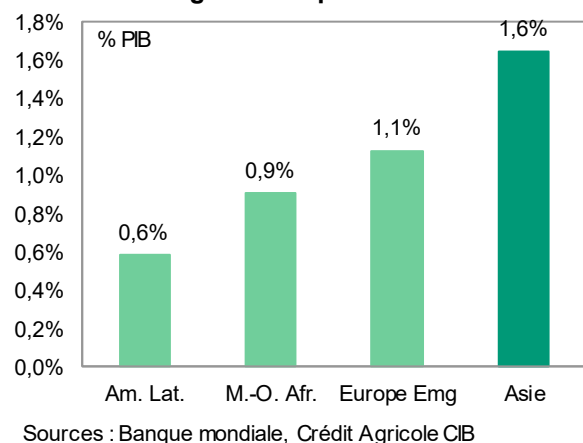
À titre d'illustration, au sein des BRIC, la Chine s'est montrée très active, avec un important plan de relance budgétaire et un soutien encore plus ambitieux de la part du secteur financier dans son ensemble (les financements ont augmenté d'environ 3,5% du PIB mensuellement depuis le début de l'année, soit une augmentation cumulée qui atteint déjà 18% du PIB). L'Inde, limitée par une marge de manœuvre budgétaire étroite, a, en revanche, dévoilé un plan de relance budgétaire beaucoup plus léger (environ 2,5% du PIB dont seulement moins de la moitié correspond réellement à de nouvelles dépenses). En dépit d'une marge de manœuvre budgétaire également limitée, le Brésil s'est montré plus volontariste, en adoptant des mesures budgétaires représentant 5% du PIB et en assouplissant sa politique monétaire. Il reste cependant à voir comment les sommes annoncées seront effectivement dépensées. Enfin, la Russie bénéficie d'une importante flexibilité budgétaire mais tient, autant que possible, à la préserver : elle a annoncé des mesures budgétaires représentant 4,5% du PIB, mais réparties entre 2020 et 2021.

Les Banques centrales des pays émergents ont également été très réactives avec des baisses de taux significatives (-115 points de base en moyenne depuis février pour les vingt pays les plus importants) ; beaucoup d'entre elles (principalement en Amérique latine et dans la zone EMEA) ont lancé des programmes d'achat d'obligations, parfois similaires aux programmes d'assouplissement quantitatif (QE). Exprimés en pourcentage du PIB, bien que la plupart de ces

### Émergents : taux d'épargne (2019)



### Émergents : dépenses en R&D



programmes soient de taille plus limitée que les QE lancés sur les marchés développés, ils devraient permettre de peser sur les taux de marché et de faciliter la reprise.

La sphère émergente bénéficiera des politiques volontaristes menées par les pays développés. Après avoir déserté les marchés émergents entre mars et mai, seule une faible partie des capitaux est revenue en juin. Si une stabilisation de la situation sanitaire mondiale constitue un indispensable préalable, les programmes d'assouplissement quantitatifs des pays développés pourraient cependant favoriser les flux de portefeuille vers les pays émergents au second semestre.

### Une reprise séquencée

La stabilisation des conditions sanitaires n'est pas acquise. Parmi les émergents, si la pandémie semble être à peu près maîtrisée en Asie de l'Est, c'est loin d'être le cas ailleurs. L'Amérique latine est dans la situation la plus difficile ; mais celle-ci n'est pas non plus sous contrôle dans le sous-continent indien, au Moyen-Orient, en Afrique du Sud ou même en Russie. Les performances économiques l'attestent. L'Asie devrait être la première région à se redresser - le rebond est déjà bien engagé en Chine. L'Europe centrale a commencé à bénéficier de la fin des confinements en Europe de l'Ouest. En Amérique latine, la croissance reste largement déprimée. Notre scénario table sur un décalage de quatre à cinq mois entre les points bas respectifs des cycles de croissance en Chine et en Amérique latine. Même dans un scénario relativement favorable, la croissance émergente sera ainsi limitée pendant la majeure partie de l'année au moins.

En termes de croissance séquentielle (en examinant les chiffres de croissance trimestrielle du PIB, par exemple), la reprise pourrait soudain paraître impressionnante. Ce sera prochainement le cas en Chine (second semestre et début 2021) car l'économie rattrapera le retard accumulé après une période d'effondrement de l'activité. Ces chiffres élevés seront cependant en partie dus à des effets de base et à des mesures de relance non durables. De plus, au-delà de ces effets mécaniques, les marchés émergents devraient être confrontés à quatre difficultés.

### Quatre difficultés

Premièrement, **la croissance sera lestée par les charges héritées de la crise du Covid**, notamment un endettement public et privé plus lourd, qui devrait limiter l'investissement, et un chômage plus élevé, qui pèsera sur la consommation. La détérioration des bilans aura probablement aussi des conséquences en termes de notation financière et de prêts non performants. Les incertitudes liées à l'augmentation de l'endettement et à la dégradation des perspectives d'emploi pourraient ainsi soutenir la propension à épargner au détriment de la consommation.

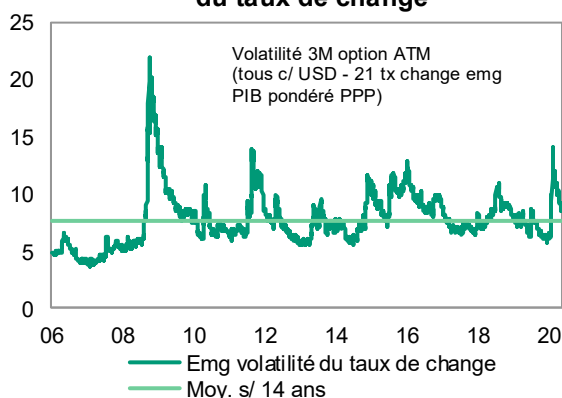
Deuxièmement, **le risque d'une deuxième vague** (ou le risque que la première vague dure plus longtemps que prévu) ne peut être exclu. Même s'il ne se matérialise pas complètement, ce risque peut se traduire par de nouvelles mesures de confinement au moins partielles, une modification des comportements en matière de rassemblements et de transports avec des effets négatifs durables, en particulier sur les secteurs des services et du tourisme.

Troisièmement, le choc macro-économique peut avoir des **conséquences politiques et géopolitiques**. La baisse de la

croissance et la dégradation de l'emploi peuvent générer des troubles sociaux. Dans certains pays, un gouvernement fort peut réagir en exerçant un contrôle encore plus étroit de la population ; dans d'autres, un tel contexte peut conduire à davantage de volatilité politique. Les difficultés politiques créées ou aggravées par la crise du Covid-19 peuvent également inciter certains gouvernements à s'affirmer davantage et alimenter les tensions géopolitiques. C'est l'une des raisons pour lesquelles les tensions entre les États-Unis et la Chine devraient persister, voire s'intensifier (faire de la Chine un bouc émissaire semble en effet être une stratégie tentante pour le gouvernement américain).

Enfin, **la vulnérabilité des marchés** reste forte, malgré toutes les mesures de soutien mises en place par les Banques centrales et les gouvernements et, paradoxalement, partiellement en raison de ces mesures. Celles-ci ont, certes, réussi à stabiliser les marchés : les indices boursiers émergents ont rebondi dans le sillage de leurs homologues des marchés développés. Après s'être initialement fortement écartés, les *spreads* de taux souverains émergents (qui sont néanmoins plus élevés qu'en début d'année) ont reflué. Les devises émergentes, après s'être dépréciées, se sont partiellement redressées. Cette stabilisation a contribué à creuser un écart croissant entre une situation macro-économique encore dégradée (croissance, dette souveraine et vulnérabilité financière extérieure) et les performances du marché. Singulièrement, si la stabilisation se poursuit au point de susciter des investissements de portefeuille substantiels au profit des émergents, ces flux alimenteront les capitaux volatils susceptibles de fuir de nouveau en cas de défiance des marchés.

### Émergents : volatilité du taux de change



Sources : Bloomberg, Crédit Agricole CIB

### Quelle volatilité ?

Cette combinaison (liquidité abondante et forte incertitude) crée un environnement potentiellement instable. Concrètement, les périodes d'appétit pour le risque risquent d'alterner brusquement avec des périodes d'aversion forte. Ce n'est certes pas nouveau, mais ce mouvement de balancier risque de s'accroître : le marché a sous-évalué les risques.

La volatilité des devises émergentes reste légèrement plus élevée que sa moyenne de long terme (cf. moyenne pondérée par le PIB de la volatilité implicite des devises de vingt-et-un pays émergents). Bien qu'elle n'ait pas atteint son record de 2008, elle a baissé plus rapidement qu'en 2009. Or, tant en termes de récession qu'en termes de détérioration du profil souverain, la crise actuelle est plus grave que celle de 2008-2009, au moins pour certains pays émergents. Tout se passe comme si, à travers leurs actions, les banques centrales et les gouvernements du monde entier avaient réussi à « figer » la volatilité des marchés malgré la persistance d'incertitudes considérables.

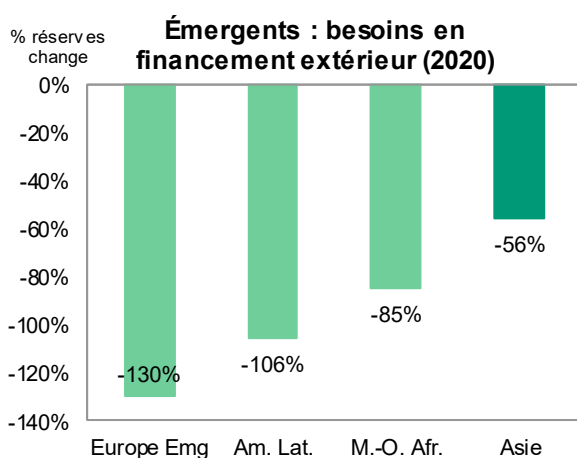
Certaines devises risquent ainsi de connaître un mouvement perturbant d'appréciation/dépréciation au gré du goût pour les opérations de portage. En effet, certaines d'entre elles, comme la livre turque, le rand sud-africain, la roupie indonésienne, la roupie indienne, le real brésilien ou le peso mexicain, semblent, d'une part, attrayantes si l'on considère leur ratio rendement-volatilité et, d'autre part, bon marché si l'on s'intéresse au niveau de leur taux de change effectif réel. Elles pourraient donc s'apprécier pendant les périodes d'appétit pour le risque. Toutefois, il se trouve que la Turquie, l'Afrique du Sud, l'Indonésie, l'Inde, le Brésil et, dans une certaine mesure, le Mexique, font partie des pays qui souffrent soit d'un manque de marge de manœuvre budgétaire, soit d'une vulnérabilité financière extérieure

assez élevée : leurs devises pourraient donc souffrir en période d'aversion au risque. **Si la volatilité est figée, elle n'est pas morte.**

### La grande fracture

À ce thème de marché s'adjoint un sujet autrement plus structurel. Le « monde post-Covid » (ou le « monde avec Covid » : nous ignorons encore comment l'appeler) est susceptible de créer une fragmentation forte au sein des pays émergents. Pour résumer : dans un monde caractérisé par une croissance plus faible, un endettement plus élevé, un commerce international et une mondialisation contestés, un tourisme réduit, des prix de matières premières probablement plafonnés et des contraintes croissantes sur la mobilité du travail, certains pays vont se révéler particulièrement vulnérables.

**Deux facteurs discriminants semblent particulièrement pertinents : l'existence (ou non) de marges de manœuvre et le modèle de développement des pays émergents.**



Sources : FMI, national, Banque mondiale, CA CIB

Le thème des **marges de manœuvre** dépasse les seules opérations de portage, déjà évoquées. À moyen terme, les pays privés d'une marge de manœuvre souveraine ou extérieure risquent d'être pénalisés, tant en termes de croissance que d'attrait sur les marchés. Ils risquent d'être moins bien perçus par les investisseurs et de subir des pressions sur leurs notations. Le déclenchement de « boucles de rétroaction négative » ne peut être exclu : détérioration de la perception par les investisseurs, pressions sur les notations, prime de risque plus élevée, alourdissement de la dette et instabilité financière, contrainte sur leur croissance potentielle et leur gouvernabilité (sans parler de l'incertitude politique qui peut découler de ce type de situation potentiellement difficile).

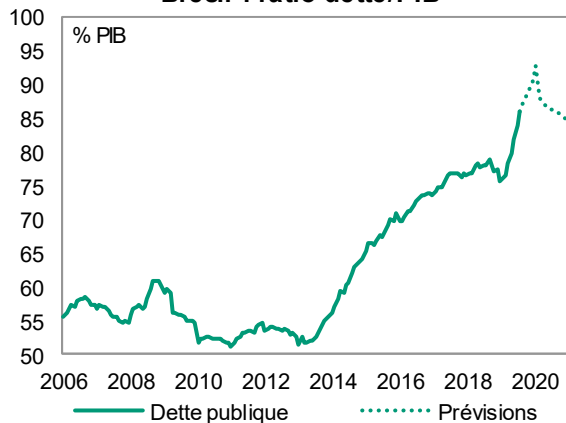
Quant aux **modèles de développement**, certains reposent largement sur des facteurs de croissance que l'on peut qualifier de « passifs » : la rente tirée des matières premières, le tourisme ou les flux de capitaux provenant de transferts privés par des non-résidents. À la différence des pays s'appuyant sur des facteurs de croissance plus proactifs, la « vie sous Covid-19 » peut être plus difficile pour les pays portés par un modèle passif. Au titre des facteurs discriminants figurent notamment le contexte institutionnel, la capacité à attirer des sources stables de financement extérieur comme les investissements directs, mais aussi la capacité à canaliser l'épargne domestique vers l'investissement et l'innovation. Ainsi, les pays qui combinent un taux d'épargne élevé avec une proportion relativement importante de dépenses en recherche et développement sont mieux placés pour mobiliser leur propre puissance économique et affronter à un monde post/avec Covid.

### Positionnement des BRICs et principales régions émergentes dans un monde avec Covid

	Marge de manœuvre fiscale		Rente & tourisme		Forces pour l'avenir	
	Dettes souveraine (% PIB)	Dettes souveraine en % PIB – Évolution depuis 5 ans	Rente liée aux ressources naturelles (% PIB)	Tourisme international (% PIB)	Dépenses en R&D (% PIB)	Taux d'épargne (% PIB)
Chine	43%	5,5	2,5%	0,2%	2,1%	43%
Inde	68%	-0,5	2,5%	0,9%	0,6%	29%
Russie	16%	-0,3	19,9%	0,9%	1,1%	28%
Brésil	82%	16,6	2,7%	0,3%	1,3%	15%
Asie (moy.)	38%	1,6	2,8%	3,8%	1,6%	32%
Europe émg (moy.)	38%	-3,9	4,4%	2,7%	1,1%	24%
Afr. M-O (moy.)	51%	10,7	15,7%	3,0%	0,9%	24%
Am. Latine (moy.)	59%	18,2	3,5%	1,3%	0,6%	18%

En termes de régions, l'Asie semble en moyenne la mieux positionnée, avec des taux d'épargne et des dépenses de R&D plus élevés, une moindre dépendance aux matières premières et des marges de manœuvre budgétaires plus importantes. L'Amérique latine, qui a des marges de manœuvre budgétaires et des taux d'épargne plus faibles et investit moins dans l'innovation, semble moins bien positionnée. L'Europe de l'Est et le Moyen-Orient se situent entre les deux. Il convient toutefois de noter que les marges de manœuvre budgétaires tendent à se réduire au Moyen-Orient, les grands producteurs de matières premières étant de plus en plus mis en difficulté par leur forte dépendance à la production d'hydrocarbures et leur forte croissance démographique.

Brésil : ratio dette/PIB



Sources : BCB, CACIB

### Brésil : adieu au programme de réformes

Doté d'une marge de manœuvre budgétaire très étroite mais d'une Banque centrale active, le Brésil est désormais victime d'une quadruple peine : baisse des termes de l'échange (repli du prix des matières premières qui représentent près de 50% de ses exportations), aversion au risque des marchés financiers, récession (choc lié à la pandémie elle-même), climat politique dégradé. L'épidémie de Covid-19 n'a toujours pas atteint son pic : les chiffres de croissance seront très faibles au premier semestre et la vigueur d'une possible reprise au second semestre reste incertaine. Nous tablons sur une contraction du PIB de 4,7% en 2020, une prévision entourée de nombreux risques baissiers. **Une telle contraction provoquera, évidemment, une grave détérioration des comptes publics brésiliens, une flambée de l'endettement brut et une hausse mécanique des ratios dette/PIB au cours des deux prochaines années.**

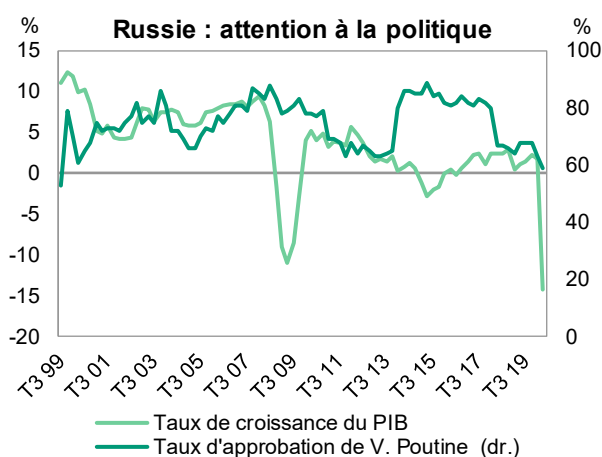
Le Brésil finira (laborieusement) par surmonter la crise sanitaire, mais **les dégâts économiques et financiers pourraient laisser des traces durables, voire définitives.** La loi brésilienne qui plafonne les dépenses publiques soumettra le budget 2021 à de telles contraintes que les marchés s'inquiètent déjà d'une possible modification de la loi ouvrant la porte à des dérogations. La dégradation économique se double, en outre, de tensions politiques croissantes à Brasilia à l'origine desquelles se trouvent : la tenue des élections municipales, prévues en octobre, et la tentative par le gouvernement de prolonger les mesures de relance jusqu'en 2021 pour reconstituer un capital politique érodé par une forte perte de crédibilité. La difficulté consistera à revenir sur une trajectoire budgétaire viable après la crise du Covid-19, alors que le risque de voir la politique du gouvernement évoluer vers un registre



moins orthodoxe (*via*, tout d'abord, de nouveaux remaniements ministériels) ira croissant avec en ligne de mire les élections présidentielles de 2022. **La conjonction récession/désinflation conduira, par ailleurs, la Banque centrale du Brésil à maintenir ses taux durablement bas : circonstance aggravante qui, combinée aux défis structurels et à la mise en forme des réformes (privatisations, fiscalité) devrait limiter l'attractivité des actifs brésiliens.**

### Russie : le double choc

**Le profil souverain russe devrait être préservé. Mais le risque politique s'accroît.** La Russie est entrée dans la crise avec « l'avantage » d'années de sanctions qui avaient, paradoxalement, stimulé le désendettement de l'économie, l'accumulation de réserves (439 milliards de dollars) et la gestion rigoureuse d'un budget dont la dépendance au pétrole a été réduite (avec un *breakeven* pétrolier de 49 dollars en 2019, soit un niveau plus bas que beaucoup d'autres pays pétroliers). De plus, la politique de substitution aux importations avait bénéficié à certains secteurs, comme l'agriculture. Enfin, le taux de change est flexible depuis la crise pétrolière de 2015, ce qui permet d'absorber en partie le choc externe : la dépréciation du rouble limite l'ajustement de croissance.



Sources : Levada center, FMI

Mais, le double choc de 2020 – sanitaire et pétrolier – reste dur et la chute de l'activité a atteint un point bas en avril, à -12%, avec **un ajustement très sévère dans le secteur minier et énergétique**. Face à un tel choc, **le gouvernement russe a opté pour une réponse à la fois contenue et progressive** : une réponse qui présente des avantages comme des inconvénients.

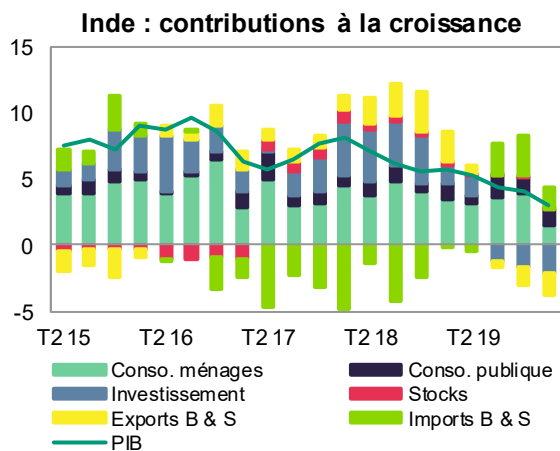
**Réponse progressive et contenue** car les programmes d'aide ont été alloués au fil de l'eau et ne dépassent guère au final 5% du PIB ; les efforts ont, en outre, d'abord été concentrés sur les grands secteurs stratégiques au détriment des PME (dont la contribution au PIB, de l'ordre de 20%, est très limitée comparée à d'autres pays émergents). **Avantage** car la Russie a une bonne chance de sortir de la crise avec un profil souverain préservé. **Inconvénient** car cette gestion stratégique de la crise a pesé sur les classes moyennes et sur le climat politique. Le déclin des salaires réels va limiter la reprise de la demande, alors même que le PIB est très dépendant de la consommation.

De fait, même si l'on enregistre des signaux de reprise de la production en mai, la chute des ventes au détail, à -19%, reste forte. **Le rebond de 2021 risque d'être contraint à la fois par l'investissement** – le programme de grands projets nationaux va être freiné – **mais aussi par la demande**, à cause de la paupérisation de la classe moyenne. L'enjeu de la reprise de la demande est donc fort : c'est le message de la Banque centrale qui baisse ses taux de 100 points de base en juin et n'exclut pas d'autres baisses, dans un contexte de faible inflation (3,1% en variation annuelle au 15 juin).

**Enjeu économique, mais aussi politique.** La classe moyenne, déjà épuisée par les années de sanctions et de crises répétées, risque de manifester son mécontentement à l'occasion du prochain référendum constitutionnel, qui ouvrirait à V. Poutine la possibilité de rester au pouvoir jusqu'en 2036. Ce que l'opposition qualifie de coup d'État...

## Inde : annus horribilis

Une gestion imparfaite de la crise sanitaire, un confinement très strict ayant fortement pesé sur l'activité et une progression toujours rapide du nombre de cas à l'heure du déconfinement, tous les signaux sont au rouge du côté de l'Inde. Après 4,2% en 2019, une performance déjà moyenne en comparaison des années précédentes, le PIB devrait se contracter de 5,8% en 2020. Un rebond de 8,4% est attendu en 2021 : de nombreuses incertitudes demeurent tant le choc a été profond.



Sur la **population** d'abord, dans un pays où la consommation privée demeure le premier moteur de la croissance. Avec un taux de chômage officiel atteignant 24% et des millions d'emplois détruits, le marché du travail risque de mettre plusieurs années à se relever, sachant qu'il faut en théorie une croissance autour de 7% pour absorber tous les nouveaux entrants. Sur **l'investissement**, ensuite, qui s'est déjà fortement contracté au premier trimestre, et qui ralentit structurellement en période de moussons (juin à septembre).

Seul le **commerce extérieur** apparaît relativement préservé, en raison notamment de la forte dépendance aux importations de pétrole (25% des importations totales). Un cours de l'or noir structurellement plus bas pourrait donc aider à rééquilibrer le solde courant, déficitaire depuis des années.

Enfin, les **finances publiques** indiennes vont ressortir très dégradées. Le niveau du déficit public consolidé, élevé avant la crise (7% du PIB) devrait dépasser les 12%, renchérissant mécaniquement la dette, qui représente actuellement déjà 70% du PIB. Ces chiffres s'expliquent de surcroît par une baisse attendue des recettes que par une hausse des dépenses, le plan de soutien budgétaire annoncé demeurant en réalité très limité, autour de 1,5% du PIB.

L'État s'est ainsi surtout appuyé sur la **politique monétaire**. Profitant du net ralentissement de l'inflation, la Banque centrale a déjà baissé ses taux de 115 points de base depuis février et s'est lancée dans de vastes opérations de rachats de titres, notamment *corporate*, pour soutenir la liquidité sur le marché. L'inflation va poursuivre son ralentissement et nous anticipons de nouvelles baisses de taux. Cette stratégie est toutefois dangereuse. Elle n'aide pas l'économie réelle et donc pas les agents les plus affectés par la crise ; de surcroît, elle vient alimenter un marché bancaire déjà très fragilisé par des taux élevés d'actifs non-performants.

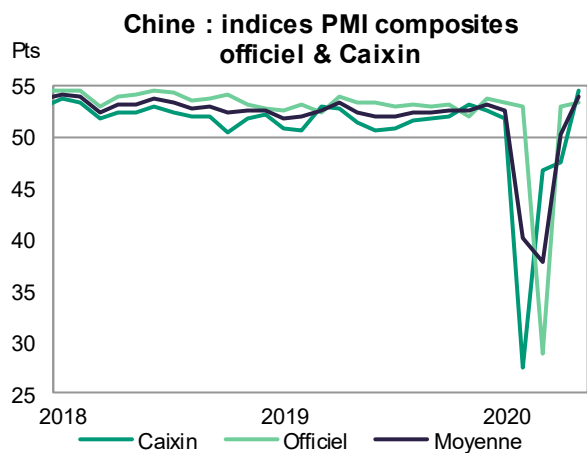
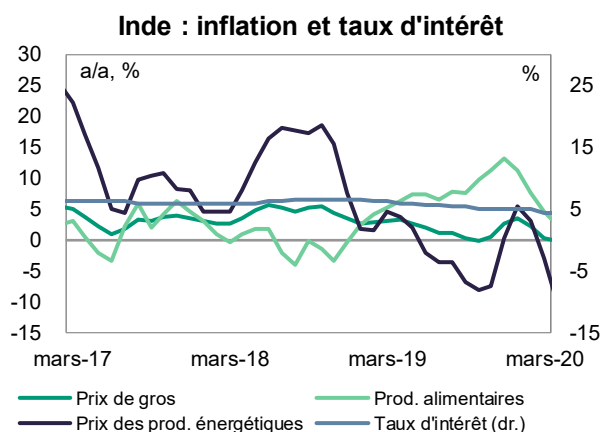
Enfin, les **résurgences des tensions frontalières** (avec le Pakistan, mais aussi la Chine) et religieuses s'ajoutent au contexte économique très dégradé.

## Chine : des perspectives qui s'améliorent rapidement

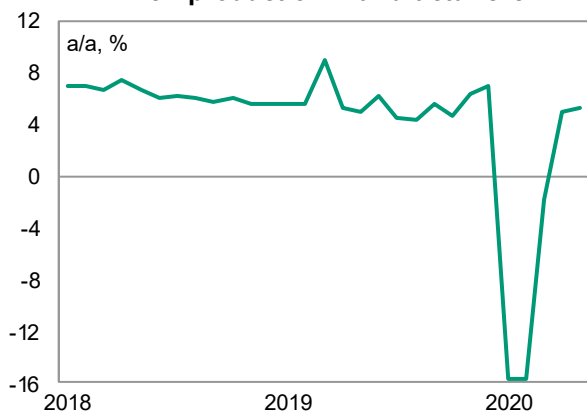
### La reprise post-pandémie et confinement accélère

Alors que le gouvernement a réussi à contenir la première vague de Covid-19 et s'emploie à éloigner les craintes d'une seconde vague, la reprise se raffermie. Le retour rapide (mais encore inachevé) à une « vie normale », combiné à la politique de l'offre impulsée par le gouvernement (mesures visant à relancer la production, la construction, l'agriculture et les services) commence à porter ses fruits.

**De nombreux indicateurs suggèrent un fort rebond.** La production manufacturière, par exemple, a déjà épousé un mouvement de reprise en V : sa croissance a atteint 5,2% sur un an en mai, contre une moyenne de 5,4% au second semestre 2019. De plus, au cours du

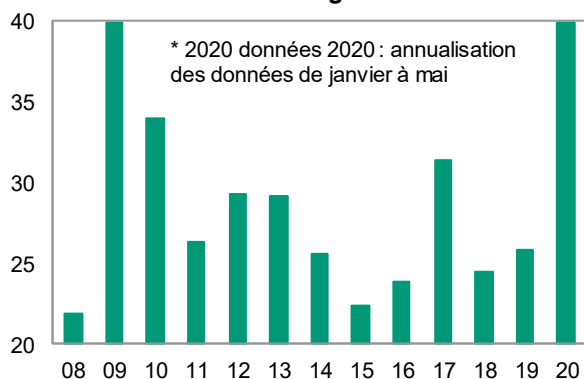


### Chine : production manufacturière



Sources : CEIC, Crédit Agricole CIB

### Chine : nouveau social financing total\*



Sources : CEIC, Crédit Agricole CIB

même mois, les ventes de voitures en gros sont sorties d'une longue période de déclin, affichant une progression à deux chiffres : 14,5% sur un an. Les ventes de voitures particulières ont augmenté de 7% sur un an, signe évident d'une forte demande des consommateurs. Les perspectives sont solides, le climat des affaires, mesuré par la moyenne entre l'indice PMI composite officiel et son homologue publié par Caixin, a atteint son plus haut niveau en deux ans et demi, à 54,0 points, en mai.

### Une forte relance à l'origine de la reprise

#### Les mesures de relance ont été le principal moteur de la reprise.

Le gouvernement – contrairement à ce qu'il avait fait pendant la crise financière de 2008 – n'a pas annoncé un plan de relance massif. Pour des raisons de politique intérieure, malgré des actions très fortes, sa communication a été discrète.

Ainsi, tout en annonçant un déficit budgétaire principal de 3,6% du PIB, le rapport annuel du Premier ministre contenait des détails sur certaines composantes déficitaires du secteur public inscrites au budget, suggérant un déficit cumulé de 11,1% du PIB. De nombreuses mesures monétaires et réglementaires supplémentaires ont été annoncées.

**L'endettement domestique est la mesure la plus probante de cette impulsion.** L'encours de nouveaux crédits (« *social financing* ») s'élève déjà à 17,7% du PIB sur les cinq premiers mois. Il pourrait atteindre près de 40% du PIB en 2020 et ainsi dépasser la hausse enregistrée en 2009, elle-même déjà la plus élevée jamais enregistrée.

Une relance aussi massive se justifie évidemment par le souhait de retrouver le chemin d'une croissance forte afin de permettre une stabilisation du marché du travail. Sans viser un objectif précis en termes réels, le gouvernement a basé son budget sur une hypothèse de croissance nominale de 5,4% et semble avoir conservé ses objectifs à moyen terme, notamment le doublement du PIB en dix ans.

### Révision des prévisions à la hausse

Compte tenu de l'ampleur des mesures de relance et du redémarrage vigoureux de l'activité (au moins jusqu'à présent), notre prévision table désormais sur **une croissance de 3%** et non plus 2% sur l'année 2020. La croissance trimestrielle serait positive dès le deuxième trimestre (croissance d'environ 2,5% sur un an). Au second semestre, alors que les mesures de relance devraient jouer plus pleinement, la croissance pourrait accélérer vers 7% ou 7,5% en glissement annuel.

En 2021, grâce aux effets retardés des mesures de relance adoptées en 2020 et à la probable reprise mondiale, la croissance accélérerait vers 8%. Un rythme inférieur aux 8,7% précédemment attendus, en raison d'un effet de base plus défavorable, effet lui-même lié au meilleur résultat prévu pour 2020.

### Analyse des risques

Nos nouvelles prévisions sont sujettes à des risques haussiers mais aussi baissiers. À la hausse, la détermination des dirigeants politiques à maintenir la stabilité sociale par la création d'emplois et l'augmentation des revenus est un facteur décisif. Elle est, en outre, soutenue par une capacité forte à stimuler la demande agrégée. Le Premier ministre, Li Keqiang, a déclaré que Pékin était en mesure de mettre en œuvre des mesures fiscales et monétaires supplémentaires si nécessaire.

De multiples risques baissiers subsistent cependant. Le plus sérieux est **la pandémie elle-même** : elle n'a pas complètement disparu et pourrait se propager. Une deuxième vague importante de Covid-19 n'est pas improbable ; elle entraînerait une nouvelle interruption de l'activité économique mais serait également susceptible de saper plus durablement la confiance.

Par ailleurs, **la faiblesse du marché du travail** limite la capacité de la consommation à soutenir la croissance et pose des problèmes de stabilité sociale. Le fait qu'un grand nombre de travailleurs migrants perdent leur emploi dans des usines orientées vers l'exportation constitue, notamment, un facteur de risque majeur.

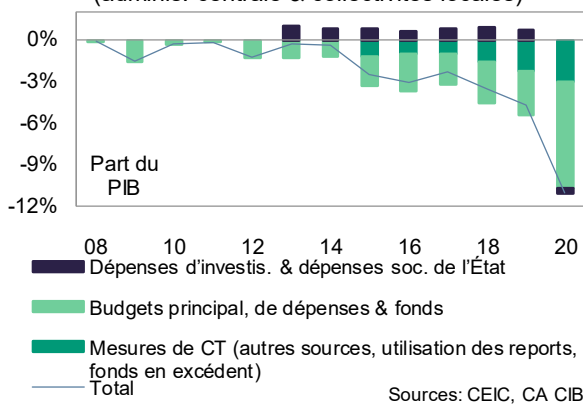
**L'évolution de la demande** est, en outre, préoccupante. Sur le plan domestique, des indicateurs-clés tels que les ventes au détail, les investissements et les dépenses publiques accusent un retard par rapport à l'amélioration de la production, que ce soit dans les services ou dans l'industrie. Cette situation, et plus particulièrement les possibles obstacles à la demande privée, menace de limiter la progression future de la production. Sur le plan extérieur, un effondrement des importations étrangères, lié à la récession mondiale en cours, risque de survenir avec le temps de retard habituel.

D'autre part, à l'approche des élections présidentielles américaines **les tensions géopolitiques** ne peuvent que s'intensifier. Ces tensions peuvent freiner les investissements directs étrangers et menacer de réduire l'accès des exportateurs chinois aux marchés étrangers. La relocalisation de certaines chaînes d'approvisionnement mondiales hors de Chine, encouragée par le gouvernement américain, pourrait être particulièrement douloureuse.

Enfin, **les risques financiers** augmentent : les prêts non performants grèvent les bilans bancaires et l'augmentation du levier est substantielle. En effet, le *social financing* devrait représenter 25% du PIB en 2020 conduisant l'encours à dépasser 278% du PIB. En ajoutant la dette non prise en compte dans les données agrégées sur le *social financing* et le *crédit offshore*, l'endettement devrait ainsi atteindre 300% du PIB.

Un tel niveau n'est certes pas un record au niveau mondial mais il est unique parmi les marchés émergents. Générateur de nouveaux risques pour la stabilité financière, susceptible de brider la capacité du gouvernement à agir de manière décisive face à de nouvelles crises, un tel endettement peut entamer la pérennité du modèle de croissance chinois. Le fait que la majeure partie de la dette est libellée en monnaie locale et détenue par des créanciers nationaux constitue néanmoins un amortisseur substantiel.

Chine : soldes budgétaires prévus  
(adminis. centrale & collectivités locales)



### Focus Géopolitique – États-Unis/Chine : des signaux de découplage dans des domaines de plus en plus variés

La **dynamique de l'affrontement entre les États-Unis et la Chine** ne cesse d'accélérer et le périmètre des secteurs dits stratégiques de s'élargir : cela se traduit, on le sait, par des **tensions commerciales** mais aussi par une dynamique de découplage dont il est difficile d'anticiper la rapidité, voire le scénario. Mais, ce découplage est désormais identifié par la plupart des investisseurs comme une tendance à long terme. Et les signaux se multiplient dans de nombreux domaines.

Pour la **finance**, il y a cette décision du fonds de pension finançant la retraite des fonctionnaires fédéraux américains, le *Federal Thrift Savings Plan* (TSP), d'annuler un investissement de 50 milliards de dollars dans un indice boursier, le *MSCI All Country World Index*, qui inclut des actions chinoises. Cette annulation fait suite à de nombreuses pressions politiques, notamment celle du conseiller à la Sécurité nationale de la Maison Blanche, qui avait estimé qu'une telle stratégie représentait un problème de sécurité.

Autre sujet essentiel qui se profile, le vote par le Sénat américain d'une loi contraignant les entreprises chinoises cotées sur les marchés américains à accepter l'audit des régulateurs américains (ce qui concernerait 200 entreprises pour une valeur totale de 1 400 milliards de dollars...). La Chine a protesté en évoquant la notion de souveraineté financière ; mais des valeurs, comme Alibaba, ont souffert de l'inquiétude des investisseurs.

Pour la **technologie**, Thomas Gomart, directeur de l'Ifri, rappelle l'hypothèse évoquée en février dernier par William Barr, procureur général des États-Unis, d'une « *Blitzkrieg* technologique ». Face à cette menace, la stratégie américaine ne cesse de se durcir comme l'illustre la récente prolongation à 2021 des sanctions contre Huawei ou cet article du *National Defense Authorization Act* qui interdit aux fournisseurs du gouvernement américain d'avoir Huawei dans leurs propres chaînes de valeur. Parallèlement, la relocalisation des industries stratégiques accélère avec l'ouverture d'usines de puces informatiques sur le sol américain. De même, la décision du taïwanais TSMC de s'aligner sur la politique américaine avec la construction d'une usine de 12 milliards de dollars aux États-Unis représente un choc énorme, pour TSMC comme pour Huawei qui est son deuxième plus gros client derrière Apple. Selon le *Global Times* (publié par *Le Quotidien du Peuple*), la Chine est prête à contre-attaquer avec sa propre liste d'entreprises américaines à bannir, qui justement, pourrait inclure Apple...

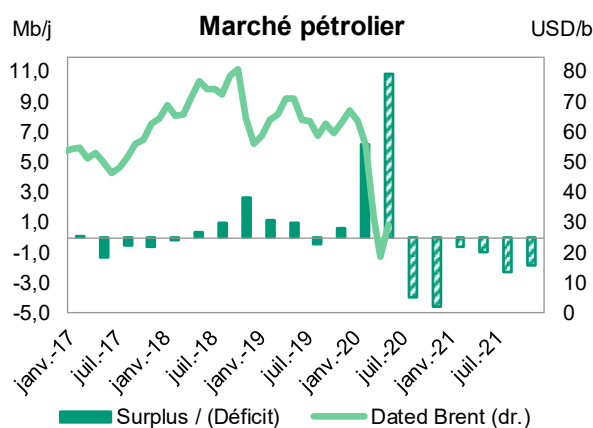
Enfin, la question de la guerre technologique se déploie avec virulence dans la géopolitique américaine, autour de la 5G et des choix que les Européens devront opérer. Sans surprise, le Royaume-Uni est en train de s'aligner sur la stratégie américaine et, sans surprise également, les Russes se rapprochent progressivement des Chinois en nouant, par exemple, des partenariats entre Huawei et Sberbank. De fait, le marché russe est un enjeu géostratégique important, car d'autres pays émergents pourraient être enclins à suivre les choix de Moscou. Pour emporter la mise, les Chinois multiplient les investissements en recherche et développement en Russie ; quant aux Russes, ils cherchent à profiter de leur situation de pivot, en conservant une bonne relation avec Nokia et Ericsson.

Enfin, la **géopolitique plus « traditionnelle »** n'est pas en reste : du domaine militaire (passage régulier ces derniers mois de bâtiments américains dans le détroit de Taïwan et exercices de l'aviation chinoise) aux sanctions économiques chinoises à l'encontre de l'Australie (en représailles à la demande australienne d'une enquête à l'OMS, les importations de bœuf et d'orge sont bloquées). Les temps ont bien changé depuis la dernière visite du président chinois à Canberra en 2014, quand Xi Jinping avait reçu une *standing ovation* au Parlement après avoir, en conclusion d'un accord de libre-échange, prononcé un discours sur la confiance politique entre les deux nations.

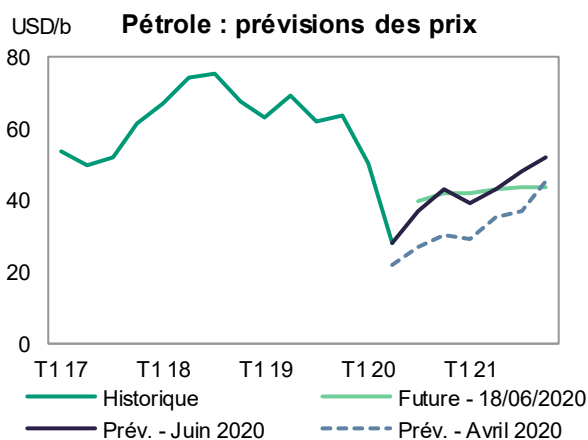
Et puis, bien sûr, Hong Kong est de nouveau dans l'actualité géopolitique : à l'adoption d'une loi sur la sécurité nationale par le Parlement de Pékin, répondent les déclarations américaines sur la levée du statut spécial accordé par les États-Unis à Hong Kong.

## Pétrole – L'union fait la force

Les exceptionnelles réductions de production rapidement mises en place par l'OPEP+, ainsi que la reprise de la demande suite au déconfinement, permettront aux stocks et au prix du pétrole de retrouver des niveaux proches de ceux du marché avant la pandémie.



Sources : OCDE/IEA, OMR, CA S.A.



Sources : Thomson Reuters, Crédit Agricole SA

**Le violent choc de demande provoqué par la pandémie Covid-19 est parvenu à unir les plus gros producteurs pour éviter un effondrement complet du marché pétrolier.** Les intérêts divergents de la Russie et de l'Arabie saoudite mis en évidence début mars sont, au moins pour un temps, mis en sommeil devant l'urgence. Les mesures exceptionnelles adoptées fin mars par l'OPEP et ses alliés semblent fonctionner. D'après les chiffres de l'Agence Internationale de l'Énergie, le groupe OPEP+ a réduit de 9,4 millions de barils par jour sa production par rapport au mois d'avril. C'est très proche de l'objectif fixé à 9,7 millions sur les mois de mai et juin, puis étendu à juillet. Combinés à la reprise de la demande permise par les déconfinements progressifs, les stocks ont évité d'être submergés par le raz-de-marée de pétrole qui menaçait, permettant aux cours du pétrole de regagner près de 20 dollars par baril par rapport à leur moyenne du mois d'avril.

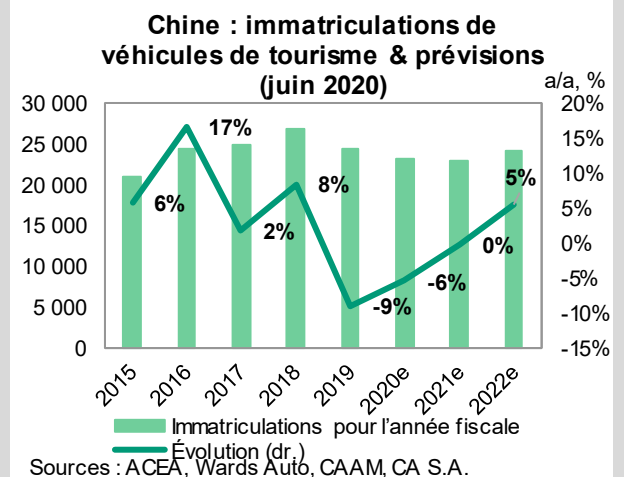
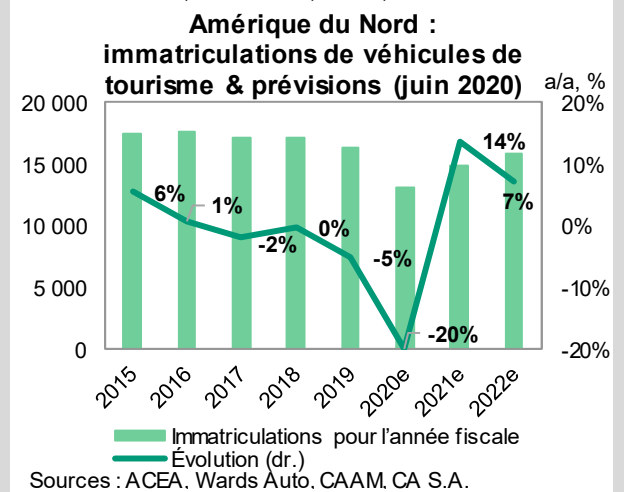
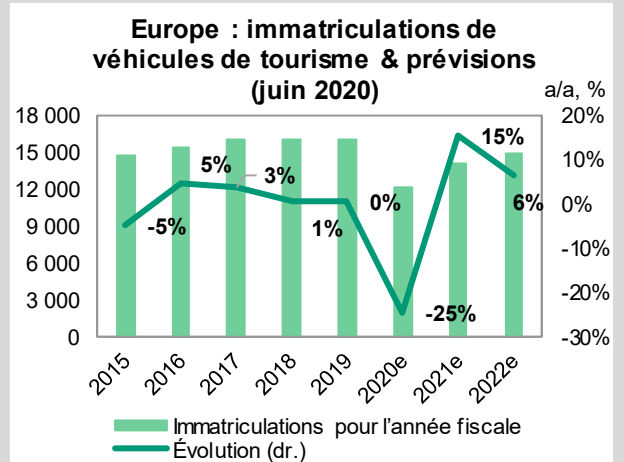
**Notre scénario se base sur une demande pétrolière orientée à la hausse sur le second semestre 2020 et sur 2021, à mesure que les activités économiques retrouvent leurs niveaux historiques.** Cette demande devrait surtout profiter à l'ensemble des produits pétroliers, sauf le kerojet (carburacteur) impacté par une plus lente reprise du secteur aéronautique. Le bon respect des quotas par les producteurs de l'OPEP+ constaté sur mai devrait se poursuivre au cours du troisième trimestre 2020. Toutefois, notre scénario anticipe une dégradation progressive du respect des quotas à mesure que les prix du pétrole augmenteront. Il intègre une augmentation modeste de la production à partir de 2021 et une lente reprise de la production libyenne. Le maintien des sanctions américaines contre l'Iran et le Venezuela en 2020 et 2021 écartera toute augmentation des productions iranienne et vénézuélienne.

**Sur ces hypothèses, les projections de prix du pétrole sont respectivement de 40 dollars par baril pour le second semestre 2020, 41 et 50 dollars par baril, pour les premier et second semestres 2021.**

### Focus - Industrie automobile : un contexte rude et challenging

En mai, la demande mondiale d'automobiles était encore en baisse de 32% sur un an en dépit des mouvements de reprise qui se dessinent dans certaines régions. En Chine, la reprise des deux derniers mois (+9% sur le mois en mai) est soutenue par les mesures de relance et les incitations à l'achat, mises en place dans les vingt principales villes du pays. En Amérique du Nord, les immatriculations étaient encore inférieures en mai d'environ 30% à celles d'avant la crise du Covid-19 mais s'amélioreraient rapidement (+ 40% sur le mois). En Europe, contrairement aux deux régions précédentes, seuls se manifestent un timide retour de la demande et de légères augmentations de la fréquentation chez les concessionnaires. Les initiatives régionales de relance pourraient aller dans le bon sens mais seront insuffisantes pour faire repartir rapidement le secteur. En France et en Allemagne, en particulier, les mesures d'incitation du type « prime à la conversion » destinées à faire baisser les stocks ne permettront pas de relever rapidement et globalement le défi : elles sont principalement axées sur la vente de véhicules électriques (ce sont les seuls véhicules pour lesquels les subventions sont suffisamment élevées). Le segment des véhicules électriques réagit toutefois positivement à ces mesures par une croissance soutenue (+27% sur un an en Europe depuis le début de l'année). Les véhicules électriques représenteront bientôt plus de 10% des ventes d'automobiles en Europe, comme l'exige la réglementation européenne.

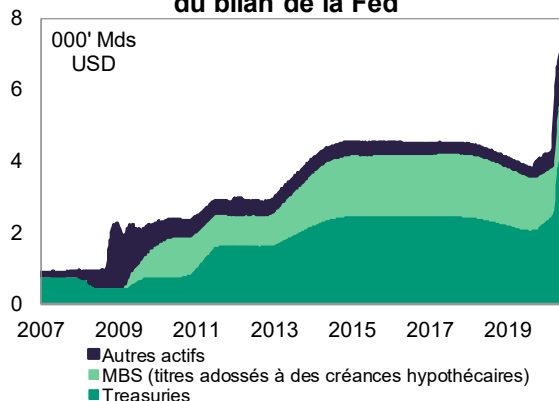
La situation *post-Covid* en 2020 est radicalement différente de celle d'après la crise financière de 2008, période caractérisée par une reprise rapide, grâce à une hausse des volumes favorisée par les plans de relance. En revanche, comme en 2008-2009, la pression et la volatilité du marché ont un impact important sur les résultats et sur le *cash-flow* disponible des entreprises du secteur. En outre, nous savons qu'aujourd'hui, les équipementiers devront faire face à deux défis simultanés : des coûts fixes structurellement élevés (amortissements, R&D, capacité) et des contraintes de coût liées au contenu en CO<sub>2</sub>. Par conséquent, de nouvelles consolidations entre équipementiers et entre fournisseurs devraient émerger. Avec le développement des véhicules électriques et autonomes, ces entreprises sont de plus en plus contraintes en termes d'investissements et de capital humain et incitées à rechercher des alliances et des fusions. Le ralentissement synchronisé actuel constituera un facteur déclenchant majeur pour l'ensemble de la chaîne de valeur automobile.



## Politique monétaire – Les digues ont cédé

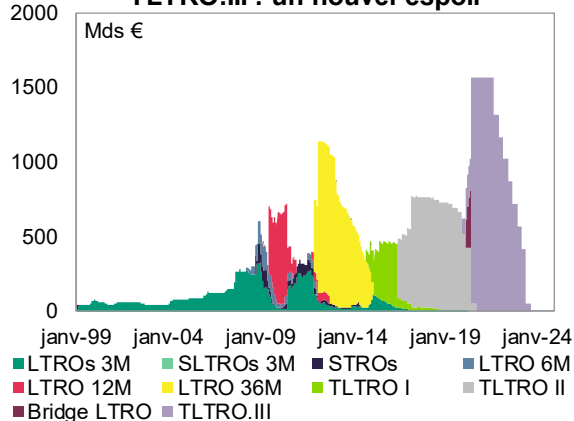
Afin d'éviter que la crise réelle ne mue en crise financière, les Banques centrales se sont lancées dans des assouplissements monétaires rapides, massifs et inventifs. La mobilisation générale vise à assurer la liquidité, une transmission efficace des impulsions monétaires, le meilleur fonctionnement possible des marchés financiers et du crédit.

### Forte augmentation du bilan de la Fed



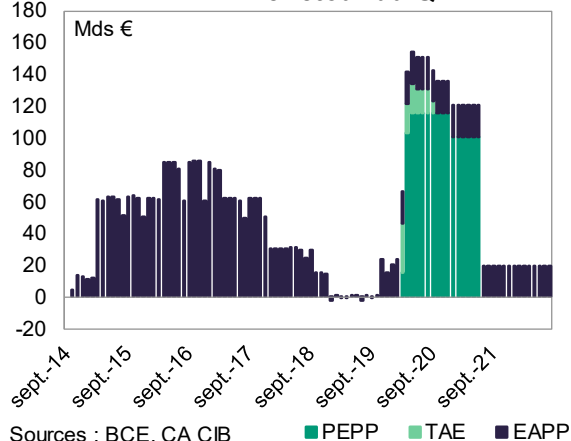
Sources : Federal Reserve, Bloomberg, CACIB

### TLTRO.III : un nouvel espoir



Sources : BCE, Crédit Agricole CIB

### PEPP : le retour du QE



Sources : BCE, CA CIB

### Fed : conditions plus dures pour tout nouvel assouplissement

Les mesures de politique monétaire ont été rapides et énergiques, la Fed réagissant de manière déterminée sur plusieurs fronts. La Fed a abaissé ses taux directeurs à zéro mi-mars et a indiqué qu'ils allaient rester durablement bas, au moins jusqu'à fin 2021, selon notre scénario. Elle a également annoncé des achats d'actifs sans limite de date pour favoriser un bon fonctionnement des marchés et permettre le maintien de conditions financières accommodantes. Les achats de *Treasuries* (emprunts du Trésor) et de MBS (titres adossés à des créances hypothécaires) ont, de fait, largement dépassé 2 000 milliards de dollars depuis la mi-mars. La Fed a par ailleurs annoncé plusieurs facilités de prêt pour soutenir certains segments de marchés ; elle a assoupli certaines réglementations et créé des lignes de *swap* supplémentaires avec des banques centrales étrangères.

La Fed va continuer d'agir de manière agressive, tout en se limitant probablement, dans l'immédiat, aux outils existants. L'adoption de taux négatifs reste peu probable. Parmi les éventuels outils supplémentaires utilisables par la Fed, il nous semble qu'elle pourrait s'orienter vers le contrôle de la courbe des taux, en se concentrant probablement sur les parties à court et moyen terme, ce qui constituerait un complément au guidage des anticipations. Nous n'attendons toutefois pas de décision avant septembre.

### BCE : le réveil de la force

La BCE a procédé à un changement radical dans la mise en œuvre de sa politique monétaire au cours des trois derniers mois. Après un début très – trop – timide, incluant notamment un programme d'achat minimal (120 milliards d'euros) et une erreur de communication (« pas là pour contenir les *spreads* »), la BCE a peu à peu fait évoluer sa politique monétaire pour parvenir graduellement à l'arsenal le plus puissant jamais mis en place par une Banque centrale : les TLTRO.III – avec des taux en dessous du taux de dépôt – sont un moyen de stimuler le crédit au secteur privé, en soutenant la liquidité et la rentabilité du secteur bancaire.

Mais l'élément le plus puissant est sans doute la flexibilité incluse dans le *Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP* : non seulement c'est un programme d'achat très important en taille mais, surtout, il est flexible en intensité d'achat – il n'a pas de cadence prédéterminée – et en allocation d'actifs – la clé de répartition n'est qu'un guide pour les achats. La BCE semble désormais prête à tout pour combattre la fragmentation financière d'où qu'elle vienne, comme elle l'exprime clairement dans ses discours et comme elle le prouve par ses actes. Si les *spreads* des obligations souveraines obèrent la transmission de la politique monétaire alors la BCE est là pour les contenir. Et cela change tout.



## Banque d'Angleterre : l'évolution du chômage sera déterminante

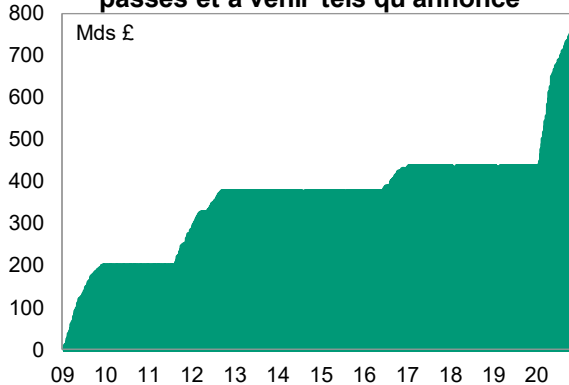
**La réponse de la Banque d'Angleterre (BoE) à la crise du Covid-19 a été rapide et généreuse.** Complétant les actions du gouvernement britannique, elle inclut des mesures de politique monétaire et diverses mesures macro et micro-prudentielles. Parmi les principales décisions de la BoE, figurent la baisse de son taux directeur à 0,10%, la réduction à 0% des réserves de fonds propres contra-cycliques, l'introduction d'un programme de financement à long terme pour les petites et moyennes entreprises (TSFME), un soutien aux grandes entreprises par le biais d'une facilité de crédit (*Covid Corporate Financial Facility* ou CCFF) lancée avec le Trésor britannique et l'annonce d'une augmentation de 200 milliards de livres (à 645 milliards, soit 30% du PIB) de son portefeuille d'obligations du Trésor et d'obligations d'entreprises notées *investment grade*.

**En juin, le Comité de politique monétaire (le MPC) a pris de nouvelles mesures pour soutenir la reprise naissante et limiter les risques de baisse de la demande.** Il a augmenté de 100 milliards de livres le montant cible de son programme d'achats d'obligations d'État britanniques. Toutefois, le redémarrage de l'économie étant intervenu un peu plus tôt que prévu et les conditions financières s'étant améliorées depuis le début de la crise, la BoE a annoncé qu'elle ralentissait le rythme de ses achats d'actifs de 13,5 milliards à 4,5 milliards de livres en moyenne par semaine, afin que le programme soit achevé vers la fin de l'année. Toutefois, la BoE craint une possible remontée importante et durable du taux de chômage et/ou une augmentation significative du nombre de faillites et reste prête à prendre des mesures supplémentaires si nécessaire.

**La BoE est prête à faire davantage pour assurer un retour durable de l'inflation vers l'objectif de 2%.** L'impact de la crise du Covid-19 devrait être globalement désinflationniste, en raison notamment de la baisse des revenus des ménages. Par ailleurs, la BoE craint une possible remontée importante et durable du taux de chômage (à 8% en moyenne cette année, selon son « scénario illustratif » du mois de mai et à 7% en 2021), et une augmentation significative du nombre de faillites. Elle reste donc prête à prendre des mesures supplémentaires si nécessaire. L'inflation des prix à la consommation (CPI) a ralenti à 0,5% en mai et devrait « tomber un peu plus bas à court terme ». Par conséquent, notre scénario table sur une augmentation supplémentaire de 100 milliards de livres du programme de *quantitative easing* au premier trimestre 2021 au plus tard, une fois terminé le programme d'achats actuel. Cette décision pourrait cependant intervenir plus tôt en fonction de l'évolution économique, en particulier du marché du travail. Le rythme des achats d'actifs pourrait également être accéléré. La BoE évalue actuellement l'éventualité de taux d'intérêt négatifs, mais cette solution ne devrait être utilisée, selon nous, qu'en dernier recours, en cas de matérialisation du risque de déflation.

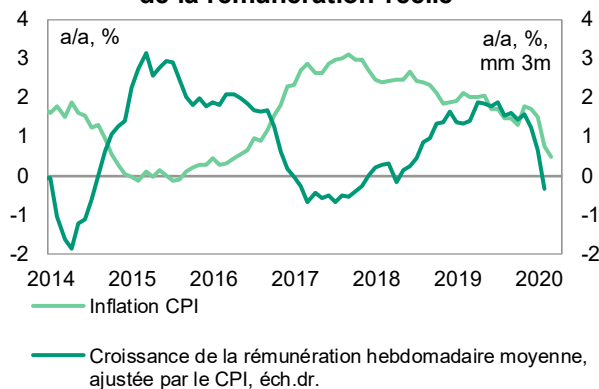
**La BoE fait preuve d'une certaine « insouciance » à l'égard du Brexit.** La Banque centrale table en effet sur une évolution ordonnée vers un accord de libre-échange complet en place avec l'UE le 1<sup>er</sup> janvier 2021, alors qu'il est désormais impossible de parvenir à un tel accord d'ici la fin de l'année, faute de temps. La portée de l'accord sera probablement plus limitée, impliquant des relations futures plus superficielles et plus partielles. En conséquence, les barrières commerciales non tarifaires devraient être plus importantes début 2021 que la BoE ne l'anticipe ; le *Brexit* pourrait, par ailleurs, se traduire par de fortes perturbations dans certains domaines. En conséquence, la

R-U : achats de gilts par la BoE, passés et à venir tels qu'annoncé



Sources : BoE, Crédit Agricole S.A.

R-U : inflation CPI et croissance de la rémunération réelle

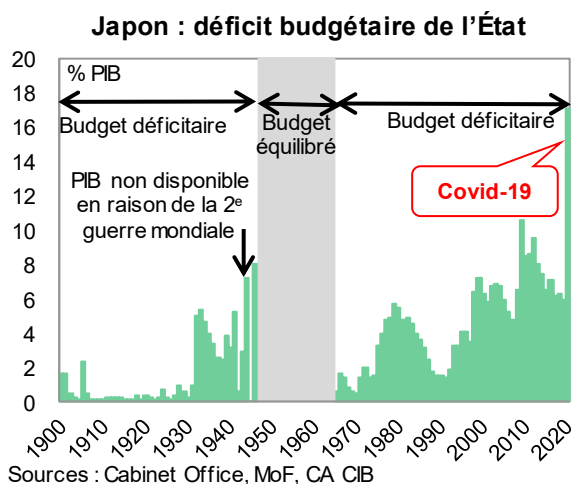


Sources : ONS, Crédit Agricole S.A.

prévision de la BoE d'une croissance du PIB de 15% en 2021 nous paraît trop optimiste.

**Banque du Japon : maintien à l'identique de la politique de contrôle de la courbe des taux, véritable « stabilisateur intégré » des taux longs**

En juin, la **Bank of Japan (BoJ)** a augmenté le montant de son programme « Covid-19 » de prêts aux banques, en ligne avec le montant des programmes de prêts à taux zéro à destination des sociétés non financières et des ménages prévus dans le deuxième budget supplémentaire. La BoJ rémunère au taux positif de 0,10% les dépôts effectués sur son compte courant (elle rémunère donc l'actif des utilisateurs des programmes, soit le solde des programmes de prêts) : c'est un des aspects importants de son programme de prêts Covid-19. Cela tranche fortement avec les opérations de refinancement à long terme de la BCE (les TLTRO.III) dans lesquelles cette dernière applique des taux négatifs aux prêts, c'est-à-dire au passif des utilisateurs de son dispositif. **Cela nous suggère que la BoJ a commencé à prendre ses distances avec l'hypothèse d'un assouplissement supplémentaire de sa politique via une baisse du taux de rémunération des réserves excédentaires (taux déjà négatif).**



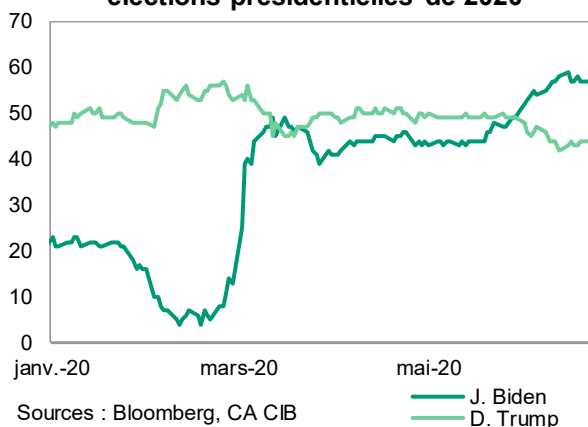
Si tel est le cas, que pourra faire la BoJ considérant, en outre, un probable repli des prix, et donc un retour de la déflation en 2021 ? **Elle se contentera de laisser sa politique de contrôle de la courbe des taux (YCC) inchangée.** En avril, la BoJ a cessé de parler des 80 000 milliards de yens, montant utilisé jusqu'alors comme guide quantitatif du rythme d'augmentation annuelle de son portefeuille de JGB dans le cadre de son assouplissement monétaire quantitatif et qualitatif (QQE). L'abandon de cette référence signifie que la BoJ a adopté un contrôle de la courbe des taux plus simple, dans lequel le taux de rémunération des réserves excédentaires est fixé à -0,10%, le rendement du JGB à dix ans est fixé à environ 0% et l'aspect quantitatif (la base monétaire) n'est plus qu'un indicateur secondaire de sa politique.

Dans un tel schéma, le degré d'assouplissement de la politique budgétaire détermine le caractère plus ou moins expansionniste de la politique de contrôle de la courbe des taux. **Le gouvernement de Shinzo Abe a déjà fait passer deux budgets supplémentaires, ce qui porte les dépenses gouvernementales de l'année fiscale en cours à 17% du PIB, le plus haut niveau jamais atteint.** Nous prévoyons, par ailleurs, au moins deux autres budgets supplémentaires pour l'année fiscale 2020. Tous ces budgets supplémentaires seront financés par des émissions de JGB et non par l'impôt. Et c'est précisément là que la politique de contrôle de la courbe des taux de la BoJ est importante : **en poursuivant cette politique, la BoJ peut agir comme un stabilisateur des taux longs, quelle que soit l'ampleur du déficit budgétaire.** En d'autres termes, **dans le cadre du YCC, une politique budgétaire plus expansionniste se traduit automatiquement par une politique monétaire plus accommodante.**

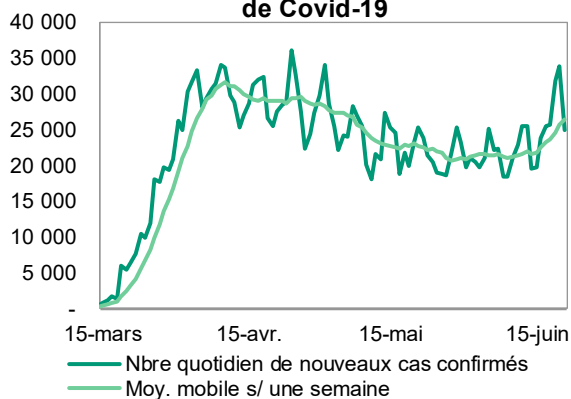
## Taux d'intérêt – Durablement très bas

Aidés par les Banques centrales, les taux obligataires semblent, au regard de leur repli, avoir déjà intégré un scénario économique sombre. Dans un environnement empreint de nombreux risques, ils devraient rester durablement très faibles. En zone euro, la BCE s'emploie en outre à lutter contre la fragmentation financière.

États-Unis : résultat attendu des élections présidentielles de 2020



États-Unis : cas confirmés de Covid-19



### États-Unis : l'angoisse de la deuxième vague

Bien que la ville de New York soit dans la deuxième phase de réouverture, **les taux d'intérêt américains ont récemment réagi aux gros titres sur une deuxième vague du Covid-19**, avec de nouveaux records d'infection en Californie, en Floride, en Arizona et au Texas. Les actifs à risque ont jusqu'à présent fait preuve de résilience. Mais, si le nombre de cas continue d'augmenter, la question de la robustesse du sentiment haussier se posera avec acuité.

**Les rendements obligataires ont, dans une certaine mesure, déjà intégré les mauvaises nouvelles liées au virus.** Les bons chiffres économiques n'ont, en effet, pas permis aux taux de franchir la partie haute de leur fourchette de fluctuation (0,60% à 0,80% pour les *Treasuries* à dix ans pendant la majeure partie du deuxième trimestre). Notre scénario table sur une hausse modeste, vers 0,90% d'ici la fin de l'année, sous réserve d'une reprise et de la maîtrise d'une deuxième vague de contamination. Qu'une deuxième vague fasse dérailler la reprise : tel est bien le risque qui pourrait conduire le taux à dix ans vers 0,50%, voire plus bas.

**La hausse du nombre de cas jette une ombre sur le scénario de reprise rapide au troisième trimestre.** Un nouveau confinement semble actuellement peu probable aux États-Unis. L'administration Trump a clairement fait savoir qu'elle n'envisageait pas de second confinement qui serait, selon le secrétaire au Trésor, trop préjudiciable à l'économie. Mais il appartient au gouverneur de chaque État de décider s'il impose un nouveau confinement dans son État ou, *a contrario*, déconfiner. Le Texas et l'Arizona ont ainsi été parmi les premiers États à rouvrir après les deux mois de confinement national. Cependant, même sans nouveau confinement, les entreprises se montrent déjà prudentes en matière d'investissements et les consommateurs font preuve d'une certaine nervosité. En supposant que la deuxième vague ne devienne pas trop sérieuse, nous envisageons donc un **scénario de « V asymétrique »** (*swoosh-shaped recovery* dans le langage des économistes anglophones) dans lequel la jambe de droite (la reprise) sera beaucoup moins pentue que celle de gauche (la contraction).

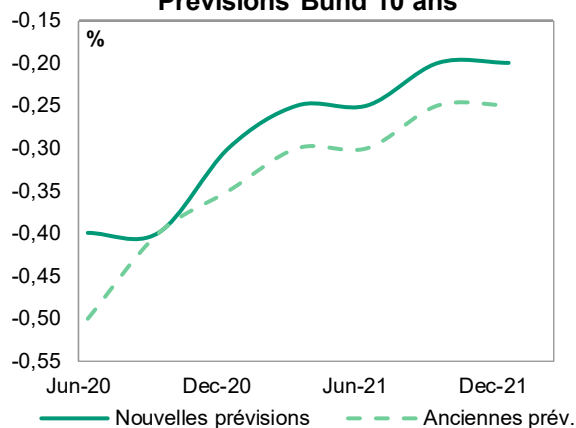
**Quant aux incertitudes entourant les prochaines élections américaines, elles ne sont pas non plus propices à une forte reprise post-Covid-19.** Les tensions sociales ont été fortes et devraient le rester après les récentes manifestations. Les sondages récents placent Donald Trump derrière Joe Biden. On se souviendra néanmoins des élections de 2016. Elles ont démontré qu'il pouvait y avoir une différence entre les votes des électeurs en novembre et leurs intentions déclarées à l'occasion des sondages au cours des mois qui précèdent...

### Spreads taux core-périphérie à 10 ans contre Bund



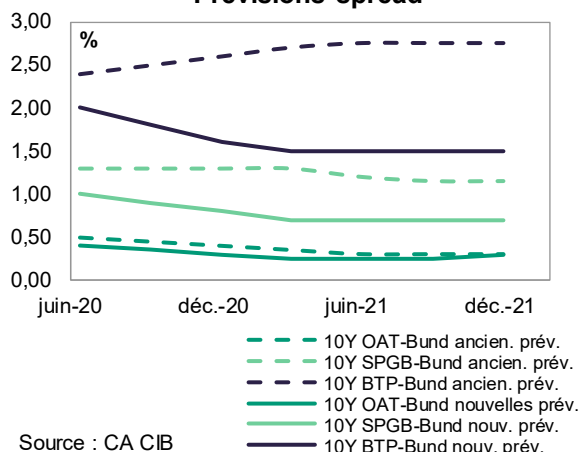
Sources : Bloomberg, Crédit Agricole CIB

### Prévisions Bund 10 ans



Source: Crédit Agricole CIB

### Prévisions spread



Source : CA CIB

## Zone euro : la Banque centrale européenne réduit les risques extrêmes

La crise du Covid-19 semble avoir passé son point culminant en Europe, tant sur le plan sanitaire (avec l'aplatissement des courbes d'infection) que sur les marchés de taux : après leur chute liée à la très forte montée de l'aversion au risque, les rendements se sont redressés et la volatilité du marché a diminué. La crise a cependant laissé des traces, potentiellement durables, sur les marchés de taux en euro.

### Des mesures ont permis de réduire les risques extrêmes

La BCE a pris des mesures sans précédent pour éviter une fragmentation du marché des titres souverains de la zone euro, avec notamment l'adoption d'un programme vaste et flexible « d'achats d'urgence pandémique » (ou PEPP pour *Pandemic Emergency Purchase Programme*) et l'acceptation comme collatéral par les banques d'obligations souveraines passées en catégorie spéculative. Ces mesures ont fortement réduit le risque d'un écartement significatif des *spreads* entre titres souverains de la zone euro. Cette tendance sera renforcée si le Fonds de relance de l'UE (*EU Recovery Fund*) prévoit un partage de la charge de la dette.

### Des marchés plus axés sur le risque et moins sur la politique monétaire

Avant la crise, les mesures de politique monétaire de la BCE entraînaient une corrélation positive entre les rendements allemands et les *spreads* souverains. Cela avait notamment été le cas lors de l'assouplissement quantitatif qui avait bénéficié à l'ensemble des emprunts d'État. Aujourd'hui, la réaction du marché aux mesures de la BCE se traduit par une corrélation négative entre les rendements et les *spreads*, indiquant que les marchés raisonnent en termes de risque. La réaction des marchés au PEPP s'explique probablement par le fait que ce programme n'a pas été considéré comme un pur instrument de politique monétaire, dans la mesure où il peut s'affranchir de la clé de répartition des fonds propres et favoriser des obligations périphériques au détriment des titres *core*.

### Une réponse réussie de la Banque centrale, mais à quel prix ?

La BCE a été efficace dans la réduction des risques extrêmes, mais cela se traduit par une augmentation de son empreinte sur le marché des titres souverains de la zone euro. À elle seule, l'activité liée au PEPP devrait représenter plus de trois fois l'augmentation de l'offre de titres cette année (qui est de 300 milliards d'euros par rapport à 2019) et environ 75% de l'offre brute. Au début de 2020, les Banques centrales nationales (et la BCE) détenaient environ un quart de la dette souveraine. Le rôle croissant de la BCE sur le marché obligataire réduit la liquidité des titres souverains de la zone euro : elle pourrait ainsi conduire à l'éviction de certains investisseurs, tels que les gestionnaires de fonds monétaires.

### Les perspectives de marché à court terme ne sont pas claires

Plusieurs forces opposées s'affrontent. Certains facteurs suggèrent une remontée des taux de marché : la politique de la Banque centrale continuera d'être efficace et certaines données économiques ont été moins négatives que prévu. À l'inverse, le risque sanitaire dans le monde reste élevé et un accord sur le partage de la charge de la dette dans le cadre du Fonds de relance de l'UE demeure incertain. Des mouvements importants nous semblent ainsi peu probables tant que

l'évolution de la crise sanitaire et l'issue des principales décisions politiques resteront incertaines.

**À moyen/long terme, notre scénario envisage une remontée progressive du rendement des titres souverains longs** (la partie courte de la courbe restant conditionnée par la politique de la BCE) **et un resserrement graduel des spreads souverains**. Trois prérequis pour un tel scénario : une deuxième vague d'infections sera évitée, le Fonds de relance de l'UE atténuera les inquiétudes concernant la soutenabilité de la dette et l'économie retrouvera le chemin de la croissance. Le Bund dix ans ne reviendrait toutefois durablement à son niveau d'avant-crise (environ -0,20%) qu'en 2021, tandis que le *spread* Italie-Allemagne à dix ans aurait du mal à baisser sous la barre des 150 points de base en raison des inquiétudes persistantes sur la dette, doublées de la relative sous-performance de l'activité économique italienne.

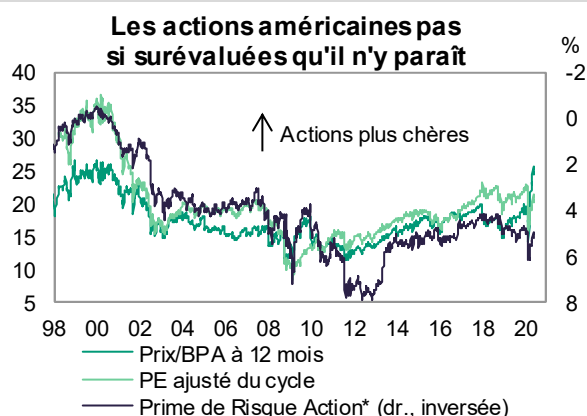
### Focus Marché actions – Les marchés boursiers sont-ils déconnectés de la réalité ?

Malgré la crise sanitaire et le choc historique sur l'activité en 2020, les actions mondiales ont rebondi de 35% depuis leur point bas du mois de mars, pour ne plus afficher qu'une baisse de 5% depuis le début de l'année.

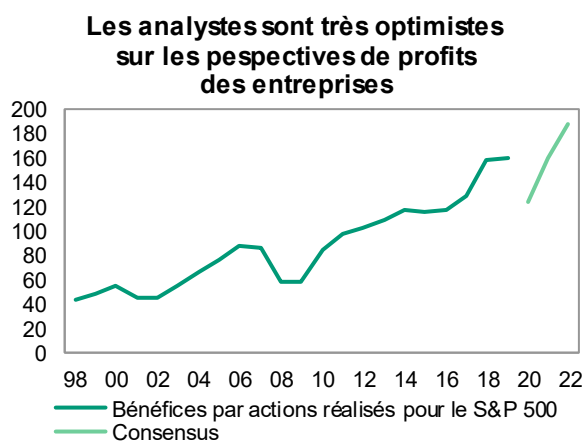
**Les actions sont chères et les bénéfices des entreprises sont sujets à des risques baissiers : les rendements futurs seront donc faibles.**

La mesure habituelle de valorisation des actions – le ratio cours sur bénéfice par action attendu sur douze mois – a augmenté cette année pour se rapprocher des plus hauts niveaux historiques atteints pendant la bulle Internet. De plus, les prévisions consensuelles de bénéfice par action (BPA) nous paraissent trop optimistes, suggérant que les actions sont encore plus chères. Le consensus prévoit, en effet, que le BPA ne diminuera que de 25% en 2020 et qu'il reviendra à son niveau de 2019 en 2021. Or, sur la base de notre scénario macro-économique, le choc sur les bénéfices des entreprises serait probablement presque deux fois plus important. Il s'agirait néanmoins d'une contraction des bénéfices plus limitée que lors la crise financière mondiale de 2008, à l'occasion de laquelle le BPA avait baissé de 65% entre le point haut d'avant-crise et son point le plus bas (le BPA n'avait ensuite retrouvé son niveau de 2007 qu'en 2017).

**Les actions ne sont cependant pas plus chères que les autres actifs ; compte tenu des perspectives de maintien de taux d'intérêt bas et de politiques économiques proactives, le risque d'une correction majeure des cours des actions est faible.** Tout d'abord, le ratio cours sur bénéfice ajusté du cycle (mesure d'évaluation plus pertinente lorsque les bénéfices sont inhabituellement déprimés) a baissé cette année : il est passé de 27,5 à 25,5 aux États-Unis et se situe bien en-dessous du niveau qu'il avait atteint pendant la bulle Internet (plus de 35).



\* Rendement anticipé des actions par rapport aux taux 10 ans  
Sources : Bloomberg, Datastream, Crédit Agricole CIB



Sources : Datastream, IBES, Crédit Agricole CIB

Par ailleurs, la référence des taux d'intérêt dans le monde (rendement des obligations américaines à dix ans) a baissé de 125 points de base depuis le début de l'année : les actions ont ainsi sous-performé les obligations sans risque de 20% cette année. À 5,3%, la prime de risque des actions américaines (c'est-à-dire le surcroît de rendement attendu des actions par rapport aux obligations d'État et qui compense le risque d'un investissement en actions) est supérieure aux niveaux moyens observés depuis les années 1990 (3,6%) et depuis la crise financière mondiale (5,0%). Enfin, depuis la crise financière de 2008 et plus encore dans la crise actuelle, les Banques centrales réagissent rapidement et agressivement pour empêcher toute baisse significative des prix des actifs : une stratégie logique compte tenu de l'absence de risque d'inflation à moyen terme et du peu d'assouplissement monétaire supplémentaire « classique » qu'elles sont en mesure de fournir. Pour les investisseurs, la détention d'actifs risqués présente ainsi, par rapport à la détention d'actifs réputés sûrs, un surcroît de risque plus faible qu'historiquement.

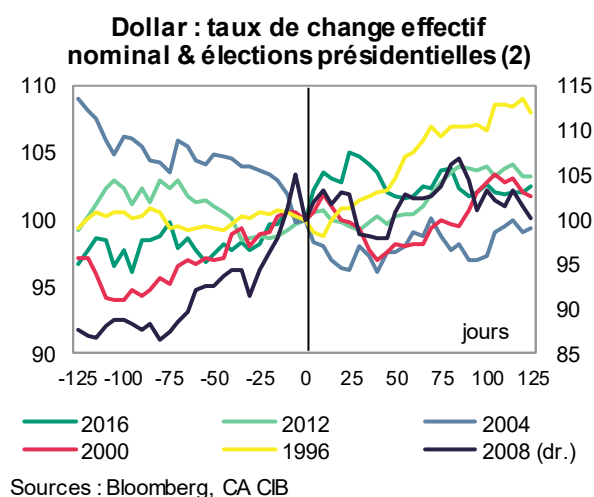
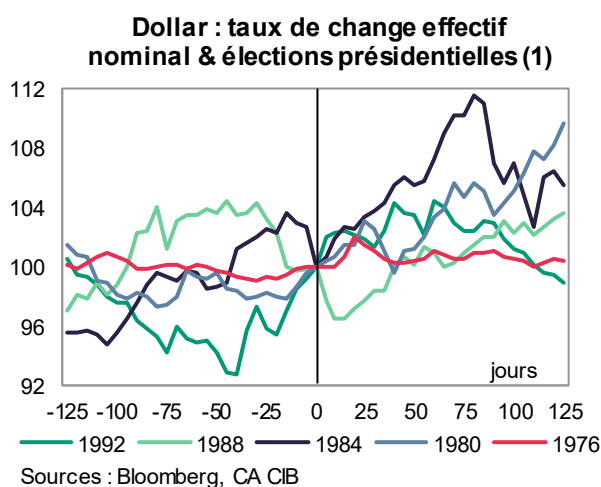
**Le nouvel interventionnisme des gouvernements est positif à court terme pour les marchés boursiers ; il serait négatif à long terme s'il finissait par peser sur la rentabilité des grandes entreprises.** À court terme, les plans de soutien budgétaire massifs supportent les actions : en stimulant la reprise économique, ils soutiennent les ventes, les marges des entreprises et limitent les risques baissiers. Mais à moyen terme, l'impact de ces politiques pourrait être une baisse durable de la rentabilité des grandes entreprises. Contrairement au contexte politique qui prévalait depuis les années 80, l'évolution des forces dans le domaine de l'économie politique augmente la probabilité de politiques favorisant les revenus du travail, des taux d'imposition plus élevés pour les entreprises et/ou un nouveau comportement des entreprises qui ne se préoccuperaient plus uniquement de maximiser leurs profits mais également d'autres questions (sociales, de souveraineté, etc.).

## Taux de change – Avantage incertain au dollar

Au plus fort de la tourmente, quand les inquiétudes s'amoncellent, le dollar jouit de son statut d'ultime refuge. Mais les élections américaines pourraient lui porter préjudice alors même que la perspective d'une solidarité européenne accrue redore le blason de l'euro.

### Taux de change : Covid-19, élections américaines et solidarité européenne

Plusieurs développements majeurs ont bouleversé le marché des changes du G10 et devraient continuer de l'influencer. Le premier bouleversement tient évidemment à **la récession provoquée par le Covid-19**, qui a alimenté une forte montée de l'aversion au risque, aggravé la pénurie de dollars sur le marché mondial des changes et soutenu le billet vert contre toutes les autres devises en mars et avril. Avec l'assouplissement des mesures de confinement et les soutiens budgétaire et monétaire agressifs mis en œuvre par les Banques centrales et les gouvernements du monde entier, l'économie mondiale commence à s'extraire de la récession. Bien que les investisseurs ne soient pas unanimes sur la forme de la reprise (en V ? en U ? en W ?), une poursuite du rebond économique pourrait les conduire à renouer avec la diversification de leurs portefeuilles au détriment du dollar. Mais, tout retour des inquiétudes sur les perspectives mondiales (craintes d'une deuxième vague de Covid-19, montée des risques géopolitiques ou données économiques plus faibles que prévu) peut redonner au dollar son attrait en tant que valeur refuge. En résumé, **le dollar demeure la devise refuge ultime sur le marché des changes**.



Le deuxième développement est **l'émergence récente de tensions au sein de la société américaine**, qui ont pesé sur la cote de popularité du président Trump. Déjà soucieux à la perspective d'une possible deuxième vague de Covid-19, les investisseurs ont réévalué leur scénario de reprise américaine en V et se sont inquiétés des sondages récents commençant à suggérer une victoire des démocrates aux élections de novembre : le dollar s'est effrité. Les inquiétudes liées au scénario politique vont croître et peser sur le dollar au second semestre 2020. Une telle évolution serait conforme à ce que l'on observe historiquement : le dollar perd du terrain au cours des années durant lesquelles un président américain en place brigue un second mandat (en 1976, 1980, 1992, 1996, 2004 et 2012, par exemple) et la sous-performance du billet vert est plus prononcée lorsque le président sortant se dirige vers une défaite (comme ce fut le cas en 1976, 1980 et 1992). Le président Trump étant en difficulté dans les sondages à l'approche des élections de novembre, les craintes du marché d'une répétition du schéma historique pourraient ajouter aux facteurs pesant sur le dollar au second semestre 2020. Nos prévisions actualisées intègrent **cette probable faiblesse du dollar face à des devises comme l'euro, le dollar australien, le dollar néo-zélandais ou le dollar canadien**.

Le troisième développement majeur est **l'évolution vers une certaine solidarité budgétaire en zone euro**. La perception d'une solidarité, même embryonnaire, a provoqué une forte appréciation de l'euro. Les chefs d'État européens ne sont certes pas parvenus à trouver un compromis sur le fonds de relance de l'UE lors de leur sommet de juin, mais un accord pourrait être trouvé dès le mois de juillet. Le fonds de l'UE, combiné à la relance monétaire très agressive de la BCE, devrait significativement soutenir la reprise en zone euro. Et, point plus important, cette approche plus solidaire et la flexibilité des achats d'actifs de la BCE ont réduit le risque extrême d'un éclatement de la

zone euro. **Ces différents facteurs invitent à l'optimisme et nous ont conduits à revoir nos prévisions à la hausse pour la monnaie unique.**

Le dernier élément est **la détérioration des perspectives de l'économie britannique à la suite de la pandémie de Covid-19 et du risque croissant d'un Brexit dur.** Les perspectives continuent de s'assombrir malgré les mesures de relance agressives mises en œuvre par le gouvernement Johnson et par la BoE. De fait, l'OCDE a récemment estimé que l'économie britannique serait l'une des plus durement touchées par la pandémie de Covid-19. Une sous-performance économique persistante pourrait à son tour rendre assez rapidement nécessaires de nouvelles mesures de relance budgétaire et monétaire. Alors que la BoE s'est jusqu'à présent montrée réticente à l'idée de passer son taux directeur en territoire négatif, les marchés monétaires britanniques flirtent déjà avec des taux négatifs sur le segment neuf mois-douze mois. **Nous sommes désormais plus baissiers sur la livre sterling.**

### Pays émergents : trop beau pour être vrai ?

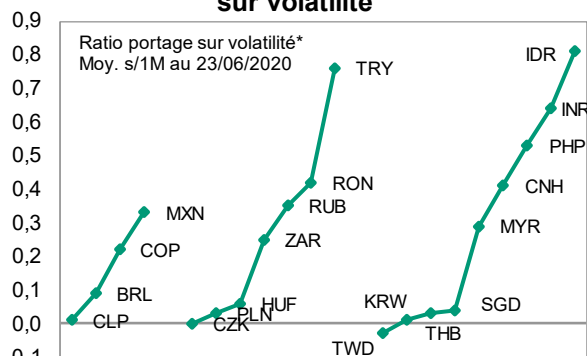
**Compte tenu du fort degré d'incertitude en raison de la situation sanitaire mondiale, il est particulièrement difficile de forger un scénario sur les devises émergentes avec un niveau de certitude raisonnablement élevé.** Les hypothèses qui sous-tendent notre scénario et nos vues sur les quatre BRIC ont été précédemment présentées (cf. [article sur les pays émergents](#)).

**En ce qui concerne les devises, le marché a été relativement positif vis-à-vis des devises émergentes ces dernières semaines.** Malgré l'ampleur de la récession dans les pays émergents et un climat d'incertitude persistant, la confiance des investisseurs semble avoir été soutenue par la stabilisation de la situation sanitaire en Asie de l'Est, en Europe et dans certaines villes américaines (pas toutes, loin de là), ainsi que par les mesures audacieuses prises par les gouvernements et les Banques centrales. Cela pourrait se poursuivre à court terme et notre scénario central table sur une poursuite de la bonne tenue des devises émergentes au moins pendant une partie de l'été.

**Cependant, les problèmes auxquels les émergents sont confrontés pourraient finalement peser sur leurs devises.** Ces difficultés sont liées aux conséquences négatives de la récession actuelle (en termes de notation financière, de prêts non performants dans le système financier, de dégradation de l'emploi, de tensions sociales et politiques). L'élection américaine pourrait également peser sur la confiance générale des investisseurs, soit parce que la campagne électorale alimente les tensions entre les États-Unis et la Chine, soit parce que l'éventualité d'une présidence de Joe Biden inquiète les investisseurs. Les tensions entre les États-Unis et la Chine pourraient également contribuer à faire baisser (de manière contrôlée) le yuan par rapport au dollar, pesant ainsi sur les devises asiatiques.

**Cela pourrait induire une moins bonne tenue des devises émergentes.** Les devises susceptibles de profiter au maximum des périodes d'appétit pour le risque sont également celles qui sont susceptibles de souffrir le plus en période d'aversion au risque. Il convient ainsi de surveiller de près la livre turque, le rand sud-africain et le real brésilien, et dans une moindre mesure, le peso mexicain, la roupie indienne et la roupie indonésienne.

Émergents : ratio portage sur volatilité



\* taux implicite à 3M/volatilité des options 3M à la monnaie c/ USD  
Sources: Bloomberg, Crédit Agricole CIB



## Prévisions économiques et financières

### Taux d'intérêt

		29-juin	sept.-20	déc.-20	mars-21	juin-21	sept.-21	déc.-21
Etats-Unis	Fed funds	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
	Taux 10 ans	0,64	0,80	0,90	1,00	1,10	1,15	1,20
Zone euro	Dépôt	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
	Taux 10 ans (All.)	-0,48	-0,40	-0,30	-0,25	-0,25	-0,20	-0,20
Spread 10a c/ EUR	France	0,35	0,35	0,30	0,25	0,25	0,25	0,30
	Italie	1,84	1,80	1,60	1,50	1,50	1,50	1,50

### Taux de change

Taux de change USD Pays industrialisés		29-juin	sept.-20	déc.-20	mars-21	juin-21	sept.-21	déc.-21
<b>Euro</b>	EUR/USD	1,12	1,14	1,15	1,15	1,14	1,13	1,13
<b>Japon</b>	USD/JPY	108	108	108	108	108	110	110
<b>Royaume-Uni</b>	GBP/USD	1,23	1,26	1,29	1,29	1,30	1,30	1,31
<b>Suisse</b>	USD/CHF	0,95	0,94	0,94	0,95	0,97	0,98	0,99
<b>Asie</b>								
<b>Chine</b>	USD/CNY	7,08	7,23	7,20	7,18	7,15	7,13	7,10
<b>Hong Kong</b>	USD/HKD	7,75	7,75	7,75	7,75	7,75	7,75	7,75
<b>Inde</b>	USD/INR	75,52	78,00	81,00	80,00	79,00	79,50	78,00
<b>Corée du Sud</b>	USD/KRW	1201	1230	1210	1200	1190	1175	1160
<b>Amérique latine</b>								
<b>Brésil</b>	USD/BRL	5,45	5,35	5,45	5,45	5,30	5,15	5,00
<b>Mexique</b>	USD/MXN	23,13	23,25	23,00	23,00	23,00	23,00	23,00
<b>Europe - émergents</b>								
<b>Pologne</b>	USD/PLN	3,97	3,79	3,73	3,72	3,75	3,77	3,76
<b>Russie</b>	USD/RUB	70,28	69,00	70,00	71,00	72,00	73,00	75,00
<b>Turquie</b>	USD/TRY	6,85	6,60	6,70	6,90	6,90	6,90	6,90

### Matières premières

		29-juin	2020		2021			
Métaux précieux			T3	T4	T1	T2	T3	T4
Or	USD/oz	1 771	1 760	1 820	1 840	1 840	1 860	1 880

		29-juin	2020		2021			
Prix moy. du trim.			T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Brent</b>	<b>USD/BBL</b>	<b>41</b>	<b>37</b>	<b>43</b>	<b>39</b>	<b>43</b>	<b>48</b>	<b>52</b>

Scénario économique du Groupe Crédit Agricole S.A.

	PIB (a/a, %)			Inflation (a/a, %)			Balance courante (% du PIB)		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
<b>Etats-Unis</b>	2,3	-5,5	4,6	1,8	0,7	1,6	-2,4	-2,2	-2,3
<b>Japon</b>	0,7	-4,9	1,6	0,6	-0,5	-0,3	3,6	3,1	3,2
<b>Zone euro</b>	1,2	-8,1	5,5	1,2	0,1	0,7	2,7	2,8	2,9
<b>Allemagne</b>	0,5	-6,1	5,0	1,4	0,1	1,6	7,1	6,1	6,5
<b>France</b>	1,3	-10,2	7,5	1,3	0,4	0,4	-1,4	-1,1	-1,0
<b>Italie</b>	0,3	-10,4	4,9	0,7	-0,5	0,2	2,3	2,0	1,9
<b>Espagne</b>	2,0	-10,5	4,7	0,8	-0,4	0,2	1,1	2,0	1,9
<b>Pays-Bas</b>	1,7	-6,4	3,8	2,7	0,8	0,7	9,8	9,5	9,6
<b>Autres pays développés</b>									
<b>Royaume-Uni</b>	1,4	-11,9	7,1	1,8	0,9	1,2	-3,6	-3,9	-4,7
<b>Canada</b>	1,7	-7,0	5,5	1,9	0,5	1,6	-2,0	-2,8	-2,6
<b>Australie</b>	1,8	-6,7	6,1	1,6	1,4	1,8	0,5	-0,6	-1,8
<b>Suisse</b>	0,9	-6,0	3,8	0,4	-0,4	0,6	12,2	7,2	8,8
<b>Asie</b>	5,1	0,1	7,1	2,7	1,9	1,7	1,4	-0,1	0,7
<b>Chine</b>	6,1	3,0	8,0	2,9	2,2	1,0	1,1	-0,7	0,4
<b>Inde</b>	4,9	-5,8	8,4	3,7	3,0	3,0	-0,9	-1,0	-1,7
<b>Corée du Sud</b>	2,0	-0,4	3,0	0,4	0,7	1,2	4,3	3,7	4,0
<b>Amérique latine</b>	0,5	-6,4	3,8	10,1	7,8	9,1	-2,0	-0,4	-0,7
<b>Brésil</b>	1,1	-5,4	3,7	4,3	2,1	3,1	-2,8	-0,5	-0,1
<b>Mexique</b>	-0,1	-7,9	3,6	2,8	2,8	3,0	-0,2	-0,2	-1,0
<b>Europe émergente</b>	2,0	-4,7	3,6	6,2	4,5	4,0	1,6	0,3	0,3
<b>Russie</b>	1,3	-5,0	3,5	4,5	3,0	3,1	3,8	1,0	1,5
<b>Turquie</b>	0,9	-5,0	4,5	15,5	9,5	8,0	0,0	0,4	-0,5
<b>Pologne</b>	4,1	-3,8	3,2	2,3	3,6	2,2	0,5	0,5	0,2
<b>Afrique, Moyen-Orient</b>	-0,2	-4,7	2,9	8,8	8,6	7,5	0,3	-5,7	-4,2
<b>Arabie Saoudite</b>	0,3	-6,0	3,2	-1,8	4,3	1,0	6,3	-6,1	-4,5
<b>Emirats Arabes Unis</b>	2,9	-4,5	2,2	-1,9	-1,1	1,0	7,2	-1,3	1,1
<b>Egypte</b>	5,6	1,2	2,0	9,2	6,0	8,0	-3,6	-4,5	-4,0
<b>Maroc</b>	2,3	-4,0	3,5	0,3	0,5	1,1	-4,1	-7,0	-4,0
<b>Total</b>	2,6	-4,1	5,2	3,4	2,4	2,5			
<b>Pays industrialisés</b>	1,6	-6,7	4,7	1,5	0,4	1,0			
<b>Pays émergents</b>	3,4	-2,0	5,6	5,0	3,9	3,7			

## Comptes publics

	Solde budgétaire (% du PIB)			Dettes publiques (% du PIB)		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
<b>Etats-Unis</b>	-4,7	-17,9	-9,8	79,2	101,0	108,0
<b>Japon</b>	-2,5	-19,0	-12,0	225,6	229,8	231,3
<b>Zone euro</b>	-0,7	-9,3	-4,6	86,6	104,2	103,1
Allemagne	1,3	-9,0	-2,0	59,8	76,1	77,0
France	-3,0	-11,0	-6,8	98,6	120,2	118,2
Italie	-1,6	-11,2	-5,8	134,8	158,8	156,0
Espagne	-2,8	-9,7	-7,3	95,8	116,4	118,0
Pays-Bas	1,7	-6,3	-3,5	48,6	62,1	57,6
Belgique	-1,9	-8,0	-6,0	98,6	110,0	111,0
Grèce	1,5	-6,4	-2,1	176,6	196,9	182,7
Irlande	0,4	-7,4	-4,1	58,8	65,9	65,3
Portugal	0,2	-6,4	-3,2	118,1	133,6	131,6
<b>Royaume-Uni</b>	-2,1	-13,0	-11,3	85,4	106,8	108,4

Vous pouvez consulter nos [prévisions économiques et financières](#) sur notre site Internet.

*Achévé de rédiger le 1<sup>er</sup> juillet 2020*

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
29/06/2020	<u><a href="#">Zone euro : V comme victoire ?</a></u>	Europe
26/06/2020	<u><a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a></u>	Monde
24/06/2020	<u><a href="#">Vents porteurs pour l'aéronautique française ?</a></u>	Aéronautique
24/06/2020	<u><a href="#">Electricité – Les enseignements du confinement sur le marché européen</a></u>	Sectoriel
24/06/2020	<u><a href="#">PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole - Spécial Covid-19 n°11</a></u>	Agri-agro
24/06/2020	<u><a href="#">Chine – Nouvelle progression des indicateurs d'activité en mai</a></u>	Chine
23/06/2020	<u><a href="#">Royaume-Uni – Forte détérioration des conditions sur le marché du travail</a></u>	Royaume-Uni
22/06/2020	<u><a href="#">Zone euro – L'emploi dans la crise : premiers constats</a></u>	Zone euro
19/06/2020	<u><a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a></u>	Monde
19/06/2020	<u><a href="#">France – Immobilier résidentiel : évolutions récentes et perspectives 2020-2021</a></u>	France, immobilier
17/06/2020	<u><a href="#">PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole - Spécial Covid-19 n°10</a></u>	Agri-agro
16/06/2020	<u><a href="#">Zone euro – Conjoncture : flash détail du PIB au T1 2020</a></u>	Europe
16/06/2020	<u><a href="#">Afrique sub-saharienne – Détresse alimentaire et financière, quel va être le rôle de la Chine ?</a></u>	Pays émergents

### Crédit Agricole S.A. — Études Économiques Groupe

12, place des États-Unis — 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE

Rédacteurs en chef : Catherine LEOUGRE – Armelle SARDA – Jean François PAREN

#### Comité de rédaction :

**Pays développés :** Ticiano BRUNELLO – ticiano.brunello@credit-agricole-sa.fr

Pierre BENADJAUD – pierre.benadjaoud@credit-agricole-sa.fr / Olivier ELUERE – olivier.eluere@credit-agricole-sa.fr

Louis HARREAU – louis.harreau@ca-cib.com / Catherine LEOUGRE – catherine.leougre@credit-agricole-sa.fr

Paola MONPERRUS-VERONI – paola.monperrus-veroni@credit-agricole-sa.fr / Kyohei MORITA – kyohei.morita@ca-cib.com

Slavena NAZAROVA slavena.nazarova@credit-agricole-sa.fr / Jean-François PERRIN – jean-françois.perrin@ca-cib.com

Sofia TOZY – sofia.tozy@credit-agricole-sa.fr / Philippe VILAS-BOAS – philippe.vilasboas@credit-agricole-sa.fr

Nicholas VAN NESS – nicholas.vanness@ca-cib.com

**Pays émergents :** Sébastien BARBE – sebastien.barbe@ca-cib.com / Dariusz KOWALCZYK – dariusz.kowalczyk@ca-cib.com

Olivier LE CABELLEC – olivier.lecabellec@credit-agricole-sa.fr / Italo LOMBARDI – italo.lombardi@ca-cib.com

Tania SOLLOGOUB – tania.sollogoub@credit-agricole-sa.fr / Sophie WIEVIORKA – sophie.wieviorka@credit-agricole-sa.fr

Ada ZAN – ada.zan@credit-agricole-sa.fr

**Marchés financiers :** Xavier CHAPARD – xavier.chapard@ca-cib.com / Orlando GREEN – orlando.green@ca-cib.com

Alex LI – alex.li@ca-cib.com / Valentin MARINOV – valentin.marinov@ca-cib.com

Marine MAZET – marine.mazet@ca-cib.com / Manuel OLIVIERI – manuel.olivieri@ca-cib.com

**Pétrole :** Stéphane FERDRIN – stephane.ferdrin@credit-agricole-sa.fr

**Automobile :** Véronique VIGNER – veronique.vigner@credit-agricole-sa.fr

**Documentation :** Dominique PETIT – **Statistiques :** Robin MOURIER

**Réalisation & Secrétariat de rédaction :** Fabienne PESTY

**Contact :** publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Le Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

Internet : <https://etudes-economiques.credit-agricole.com>  
Application Etudes ECO disponible sur l'[App store](#) & sur [Google Play](#)